

Roberto Frenkel: "Un dólar que se mueva por debajo de la inflación es seguro una desgracia futura"

Uno de los mayores estudiosos de los episodios inflacionarios, en sus causas, pero también en sus recetas para combatirlos, respondió en una entrevista con Infobae ¿por qué es uno de los pocos países que no ha superado ese flagelo?"



"La situación económica está complicada, generada por el kirchnerismo que dejó una situación que no terminó de hacer crisis, y por tanto le toca al Gobierno corregir una situación de dificultad grande"

Renace la aceleración de la inflación a partir de enero de 2019, cuando parecía que la combinación de objetivos de déficit fiscal cero y emisión monetaria cero comenzaba a dar sus primeros frutos, tras la firma del acuerdo ampliado con el Fondo Monetario Internacional a mediados de septiembre de 2018, y surgen las dudas de ¿por qué la inflación está tan arraigada en la Argentina?, como tardíamente reflexionó el director para el Hemisferio Occidental del FMI, Alejandro Werner.

Uno de los economistas más preparados en la Argentina para dar una respuesta a ese interrogante, y explicar por qué se aceleró la inflación, es Roberto Frenkel. No sólo porque es un apasionado por el tema y estudioso de las enseñanzas de los grandes economistas de los modelos econométricos (estadística aplicada a la economía), sino también por su condición de investigador del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES) y Profesor Honorario de la Universidad de Buenos Aires (UBA), y uno de los mentores del Plan Austral que por un tiempo logró quebrar la alta inercia inflacionaria de mediados de los 80, bajo la presidencia de Raúl Alfonsín.

También fue uno de los pocos economistas que en una entrevista con **Infobae** anticipó, a mediados de diciembre de 2017: "Si el mercado no cree en las metas del Banco Central el proceso de desinflación termina mal, por pérdida de competitividad". Pocos meses después se desata una crisis cambiaria que duplicó la cotización del dólar en 4 meses y multiplicó casi por 2 la tasa anual de inflación".

En una nueva nota con **Infobae** Roberto Frenkel explica por qué fracasaron las metas de inflación, y da su visión sobre qué cabe esperar para el futuro inmediato, junto con recomendaciones para el próximo gobierno.

– En la apertura de sesiones legislativas el Presidente brindó un discurso con escasas definiciones sobre el desempeño de la economía, pero destacó: "Habrá una baja sustancial de la inflación" ¿Comparte esa afirmación?

– Creo que hay unas cuestiones elementales de economía que me parece que vale la pena recordar, antes de responderle a su pregunta, para entender por qué algunas cosas que se deberían saber no se ven reflejadas en las políticas. En la situación hay un componente político fundamental, si no, no se explica que el índice de riesgo país esté por arriba de los 700 puntos básicos. **Un país que tiene garantizado todo el financiamiento de este año y parte del año que viene, con un programa de ajuste con el Fondo que le dio un préstamo de más de USD 57.000 millones, no puede tener un índice de riesgo país de más de 700 puntos solamente por la economía.**

– Pero la situación económica es complicada: alta inflación, fuerte recesión e inestabilidad cambiaria en los últimos días...

– La situación económica está complicada. Fue generada por el kirchnerismo que dejó una situación que no terminó de hacer crisis, y por tanto le tocó al Gobierno corregir una situación de dificultad grande. Y como no había eclosionado nunca fue percibida como tal por gran parte de la sociedad. Cuando diseñamos el Plan Austral que se anunció en junio de 1985, se me ocurrió una frase graciosa: "tratar de parar la inflación (que en esa época era de más de 30% por mes), con políticas monetarias, es como querer parar un auto en alta velocidad agarrándolo por la antena". El Plan Austral, que no digo que sea repetible en la actualidad, porque no hay ningún consenso para coordinar expectativas y tender a una inflación muy baja. El Plan tenía una componente muy dura de política monetaria, pero no sola. Ese es el punto.

▮▮ Tratar de parar la inflación, que en 1985 era de más de 30% por mes, con políticas monetarias, es como querer parar un auto en alta velocidad agarrándolo por la antena ▮▮

– ¿Qué requiere, no alcanza con el objetivo de déficit fiscal cero?

– No, también se necesita tasa de interés real alta para conjurar el problema externo (déficit de divisas), pero no piense que porque logre la contracción de la demanda eso va a afectar tanto la inflación como para bajarla rápidamente.

– ¿Por qué?

– Porque cuando hay una inflación alta no baja de una vez. La Convertibilidad terminó con el régimen de alta inflación; porque hubo 6 años de estabilidad de precios, hubo incluso deflación. Por eso, cuando se devaluó en 2002 el pass through fue el más bajo de la historia argentina, con inflación muy baja durante 6 años, con prohibición de la indexación se mantuvo vigente y un nivel de desempleo muy alto. En ese contexto, luego de la fuertísima devaluación de 2002 la economía reaccionó muy rápido. Por tanto, **la Convertibilidad tuvo muchos problemas, pero resolvió el tema de la inflación. La curó, por eso justamente es que se podía devaluar, no que no se podía.**

– Y ahora, ¿por qué se aceleró la inflación?

– Porque tenemos inercia inflacionaria, porque estamos con régimen de alto ritmo de suba de los precios creado durante el kirchnerismo promoviendo aumentos de salarios que eran igual a la suma de la tasa de inflación del año anterior, más el aumento de productividad, más 2 o 3 puntos adicionales por año. Esto habría provocado aceleración todo el tiempo, de no ser por el atraso del tipo de cambio y de las tarifas, con eso pudieron mantener la inflación en el orden de 25% por año. Además de la fuerte expansión del gasto público y de la generación de déficit fiscal.



"Tenemos inercia inflacionaria, porque estamos con régimen de alto ritmo de suba de los precios creado durante el kirchnerismo dando aumentos de salarios que era igual a la tasa de inflación del año anterior, más aumento de productividad, más 2 o 3 puntos adicionales"

– Usted le asigna un rol determinante a la política salarial, ¿por qué?

– Porque es el mercado principal, el de los no transables de la economía por excelencia, el servicio principal de toda economía. Entonces, para ejemplificar la inercia, fíjese que en 2018 la inflación fue de más del 47%. Supongamos que la tasa interés, vía la recesión que ha generado, con contracción de la demanda, afecta las negociaciones salariales, es decir el mercado de trabajo, y permite desindexar en parte.

Digamos que por tanto en lugar de 47%, que sería recuperar la inflación previa, el aumento de salarios es de 40%. Esto quiere decir que al año siguiente ya tenemos un aumento de salarios embutido del 40%. Y si el tipo de cambio no sube 40%, los salarios se incrementarían en dólares, lo cual quiere decir que el tipo de cambio se atrasa y la competitividad declina. Y si las tarifas no suben más que los salarios, entonces no aumentan en términos reales, porque hay que subir el precio de los servicios públicos en relación al costo laboral, que es el costo principal de la economía. **Inercia quiere decir eso, que se empieza no con la expectativa de lo que va a venir, sino con un ajuste relacionado a la inflación que se tuvo el período previo.**

“ Si el tipo de cambio no sube como la inflación, los salarios se incrementan en dólares, lo cual quiere decir que el tipo de cambio real se atrasa y la competitividad declina ”

– ¿Eso no lo sabían los economistas del Gobierno, e incluso el propio Fondo Monetario internacional que acaba de alertar sobre que "la inflación está muy arraigada en la Argentina"?

– Esa es otra cuestión. Lo conozco bastante a Alejandro Werner, el Jefe del Hemisferio Occidental del FMI, y el principal economista del organismo que trabajó en el programa argentino. ¿Cómo puede ignorar el Fondo Monetario este fenómeno y pensar que con la política de tasas de interés altas, que eso es lo que quiere decir una política monetaria contractiva, va a reducir significativamente la inflación? La tasa de interés alta es eficaz para parar una corrida cambiaria y la consecuente aceleración inflacionaria que nos podría haber llevado a la hiperinflación y al default; pero no es una política antiinflacionaria, es una política de estabilización del balance de pagos (balance de divisas). Así lo entiende el FMI.

Pero Werner, como el ex presidente del Banco Central, Federico Sturzenegger, y otros que estudiaron en el MIT (Massachusetts Institute of Technology) fueron alumnos de Rudiger Dornbusch (economista alemán que se doctoró en la Universidad de Chicago y enseñó en la Universidad de Rochester; de Chicago y en Instituto Tecnológico de Massachusetts), un profesional muy capaz y muy pragmático en sus recomendaciones de política macroeconómica, sin sectarismos ideológicos. Pero se olvidaron que la política de metas de inflación se aplicó en América Latina a partir de 2002 en países que hacía años que no tenían alta inflación.

¶ Alejandro Werner (FMI), como el ex presidente del Banco Central, Federico Sturzenegger, y otros economistas que estudiaron en el MIT (Massachusetts Institute of Technology) se olvidaron que la política de metas de inflación se aplicó en América latina a partir de 2002 en países que hacía años que no tenían alta inflación ¶

Los países de América Latina, tomemos como ejemplo Perú y Colombia, México primero, Brasil también, adoptaron en los años 2000 el régimen de metas de inflación. Pero lo hicieron con tasas bajas de inflación, que había bajado en los 90, y lo hicieron gradualmente.

Lo de gradualmente ya lo decía el Fondo Monetario en el primer informe que hizo en su informe anual de la Argentina, de acuerdo con el Artículo IV de su Estatuto, cuando asumió el gobierno de Mauricio Macri, "hay que ir despacio", porque se venía de una tasa de inflación alta, porque había inercia. Por eso, por más de que se anuncie una meta de 20%, o de 12% para el año siguiente, la gente quiere recuperar el poder adquisitivo perdido en el período precedente, y eso hace que **la inflación pasada resulte embutida en la inflación presente.**

– ¿Cómo se puede quebrar esa inercia?

– Podría dejar de operar si la gente dijera "olvidemos la inflación del año pasado", que es un poco lo que pasa con la negociación salarial en la provincia Buenos Aires. Pero los sindicatos dicen "no, no, primero recuperemos lo que perdimos el año pasado". De todas maneras, lo que propone la Provincia está mal, porque están acortando el período de indexación. Eso es una locura, no se puede creer. He escrito varios informes donde explico que **cuando se acortan los contratos, a igual shock, provoca más aceleración inflacionaria.**

¿Qué hizo el Gobierno cuando asumió? El entonces presidente del Banco Central, Federico Sturzenegger y su colaborador, Andrés Neumeyer, convencieron al Presidente de que bajar la inflación en 6 meses era posible; que la devaluación no iba a tener efectos sobre la inflación..., lo dijo Mauricio Macri en la apertura de la Asamblea Legislativa. Ellos creían que el 10 de diciembre de 2015 los precios de la economía ya habían incorporado el tipo de cambio del mercado blue de \$14. Ahora el Presidente está reconociendo que se equivocó. Pero es más complicado pasar de decir que se equivocó a entender el fenómeno de la inercia inflacionaria.

– ¿Cómo se ha resuelto ese fenómeno en el resto del mundo?

– En países desarrollados se utilizó la política monetaria, que supone la suba de las tasas de interés, genera recesión; se asume que lentamente la contracción de la demanda de trabajo, el aumento del desempleo, tiende a reducir la tasa de aumento de los salarios, componente principal de los precios de la economía, entonces la inflación va a bajar. **Se mide cuánto desempleo se necesita para conseguir un punto de rebaja de la tasa de inflación. Se llama Índice de Sacrificio, de empleo.**

Ahora, esa misma tasa de interés que induce a un ajuste rápido en los mercados financieros tiene un efecto más lento en el mercado de trabajo. Eso es lo que ocurrió en los EEUU con la política del ex presidente de la Reserva Federal, Paul Volker, bajo las presidencias de Jimmy Carter y Ronald Reagan. La suba de la tasa de interés hizo apreciar el dólar, porque la gente del resto mundo quiere comprar activos financieros de ese país. Eso hace que aumente el déficit de cuenta corriente de divisas, pero al gobierno no le importa porque el resto del mundo está dispuesto a financiarlo. Lo mismo ocurre en Inglaterra, Japón o en la Unión Europea, o sea en los países que emiten moneda internacional.



"Tasa de interés fuertemente real positiva, al operar en los mercados financieros ajusta rápido; pero en el mercado de trabajo ajusta más lento"

– Pero en la Argentina ocurre lo contrario...

– Claro, ¿por qué? Porque **cuando sube la tasa de interés se frena la corrida de la demanda de dólares, y crecen las colocaciones a plazo fijo en pesos. Resultado, la inflación baja un poquito, pero el dólar se aprecia rápido.** Entonces ¿por qué el Banco Central fijó una banda tan absurdamente ancha? Obviamente no fue el Directorio de la entidad, Guido Sandleris, ni Gustavo Cañonero; ni tampoco el ministro Nicolás Dujovne, porque ellos saben que una banda así poco sirve para canalizar al tipo de cambio.

– **¡No cree que una banda ancha puede ser efectiva para desalentar el arbitraje dólar – tasa – dólar, porque se sabe a qué valor se vende para pasarse a una colocación a plazo fijo en pesos, pero no hay certeza sobre el valor de recompra cuando se quiera volver a dolarizar la cartera?**

– Sí. Pero la incertidumbre que genera da una **razón más para mantener una tasa de interés de referencia alta, porque esta tiene que cubrir además del riesgo país, superior a 700 puntos básicos, el riesgo cambiario, que son otros 400 o 450 pb más.** Pero me pregunto, cómo Alejandro Werner, que es un economista capacitado, puso esa condición. Mi hipótesis es que nunca tuvieron experiencia con las inflaciones más altas, que tiene una componente inercial importante.

– Entonces no le sorprendió el mensaje que diera 2 semanas atrás sobre que "la inflación está mostrando que está más arraigada de lo que pensamos?"

– Justamente, eso fue lo que motivó el análisis que estuve haciendo desde que comenzó esta entrevista y que aceptara el reportaje, después de 6 meses que no he dado nota a ningún otro medio. Es un muy buen profesional, tiene buenas intenciones y se mata laburando, pero cómo se va a sorprender de que la inflación está arraigada si el Gobierno está subiendo tarifas; y con los aumentos salariales que tienen la inercia de la pérdida del año anterior, con una inflación de más del 47%. Se imaginó mal, no se acordó cómo era. Por tanto la Argentina está con un programa del FMI que está mal diseñado.

▮▮ Alejandro Werner es un muy buen profesional, tiene buenas intenciones y se mata laburando, pero cómo se va a sorprender de que la inflación está arraigada si el Gobierno está subiendo tarifas; y con los aumentos salariales que tienen la inercia de la pérdida del año anterior, con una inflación de más del 47%. Se imaginó mal, no se acordó cómo era ▮▮

– ¿Cómo debería ser la banda cambiaria, o zona de no intervención, como la definió el Banco Central?

– La banda cambiaria debería orientar las expectativas del mercado, con semejante amplitud no orienta ninguna expectativa. Es como usted dice, mantiene el riesgo del arbitraje dólar – tasa. Pero además hay una limitación sobre lo que pueden hacer los programas del FMI, porque, por último es una burocracia la que aprueba el plan de ajuste, es decir los representantes de los principales países miembros.

– En su visión, ¿qué es lo principal que tiene que cuidar el Gobierno?

– En primer lugar, con el actual nivel de tasa de referencia de más de 50% anual a 7 días es explosivo esterilizar, es decir dejar que el dólar cotice por debajo de la zona de no intervención y el Banco Central compre dólares emitiendo pesos, que luego debe absorber a través de la licitación diaria de Leliq, porque puede volver a generar una bola de nieve, como pasó con las Lebac en el primer semestre de 2018. Por tanto, la autoridad monetaria tiene que estar más dispuesta a orientar las expectativas del mercado cambiario.

¿Por qué? Porque nosotros partimos de una vez deuda en 2015 que aumentó en unos USD 60.000 millones, por el gradualismo, y ahora el FMI nos prestó USD 57.000 millones que vamos a tener que devolver, está bien, con intereses muy bajos, pero la Argentina necesitará generar un alto superávit de cuenta corriente de divisas para hacerse de los dólares para repagarla; más allá de que una parte se financia automáticamente con las utilidades reinvertidas por parte de las empresas de capital extranjero.

Ahora, en una situación delicada y de año electoral no se puede pretender coordinar las expectativas para bajar la inflación, eso es obvio, por eso hay que establecer prioridades.



"Con el actual nivel de tasa de referencia de más de 50% anual a 7 días es explosivo esterilizar, es decir dejar que el dólar cotice por debajo de la zona de no intervención y el Banco Central compre dólares emitiendo pesos, que luego debe absorber a través de la licitación diaria de Leliq"

– ¿Cuáles?

– Tender a un tipo de cambio real competitivo, porque sino otra vez vamos a enfrentar un problema. La gente está preocupada, porque como ve que la banda cambiaria es muy ancha, cree que antes de las elecciones puede saltar el tipo de cambio. Es cierto. Pero ese, aunque claramente es un problema serio, no es el problema principal. El problema principal es que no se sabe cuál es el foco de la política económica. La inflación va a bajar algo desde el 47% de 2018, ¿por qué? porque va a haber subindexación de salarios, pero estarán subiendo las tarifas.

– ¿Qué se requiere para bajar la inflación?

– En este contexto, la única forma de bajar más la inflación es apreciar el tipo de cambio, y eso es generar una situación muy complicada hacia adelante, otra vez. Es decir es crucial que el tipo de cambio por lo menos acompañe a la inflación. Este debería ser el objetivo. Hay que administrar el nivel de la tasa de interés y del tipo de cambio, pero dando al mercado una señal cambiaria más clara.

– ¿Hoy por hoy, cuál cree que es el tipo de cambio de equilibrio?

– Se supone que con expectativas racionales los agentes económicos saben cuál es el valor razonable de la cotización del dólar. Es decir un nivel que lleve a largo plazo a volver a tener superávit de cuenta corriente de divisas; y una situación de entrada de capitales que compense lo que quede de déficit. Por eso este año no va a poder disminuir mucho la tasa anual de inflación. Si el Gobierno entendiera bien esto, no importa cómo lo diga, se podrían lograr avances. Pero el Presidente sigue confuso entre lo que se puede o lo que necesita hacer.

Se supone que con expectativas racionales los agentes económicos saben cuál es el valor razonable de la cotización del dólar. Es decir un nivel que lleve a largo plazo a volver a tener superávit de cuenta corriente de divisas; y una situación de entrada de capitales que compense lo que quede de déficit. Por eso este año no va a poder disminuir mucho la tasa anual de inflación

Y es fuerte, sobre todo en un año electoral, la tentación de apreciar el peso, para ganar en un veranito de corto plazo. Como dijo el ex viceministro de Economía Adolfo Canitrot "el vuelo de gallina", refiriéndose a las reactivaciones de corto plazo, producto de la apreciación cambiaria, porque los salarios reales suben, y aumenta el consumo. Esta dinámica se agota rápidamente.

– ¿Junto con eso, que más se requiere, dado que usted mencionaba que con política monetaria se frena la corrida cambiaria, el camino a la hiperinflación y un nuevo default, pero no reactiva la economía?

– Creo que el objetivo de déficit fiscal cero es esencial. Eso es irrefutable, hay que ajustar el valor de las tarifas de los servicios públicos por arriba de la tasa de inflación. Ahora salen los Radicales diciendo que hay que limitar la suba de las tarifas y poner subsidios al consumo. Está bien, a todos nos gusta que la gente nos quiera, pero hay que explicarle que las cosas hay que pagarlas por lo que cuestan. Si se va a subsidiar algo, como el transporte, que se explique cómo se financia, cuánto cuesta. No es que no se está haciendo. La política de subsidio favorece a un tercio de los habitantes de la Capital Federal y Gran Buenos Aires; lo mismo que los más de 4 millones de beneficiarios de la Asignación Universal por Hijo y otros programas asistenciales. Por tanto, no hay que tomar compromisos de inflación, no es la prioridad.

La Argentina tiene una particularidad, que la hace aún más complicada en su economía que es la sensibilidad de los precios a la variación del tipo de cambio, porque exportamos principalmente mucho de las cosas que consumimos, como la carne, los aceites y las harinas. Por eso cuando se devalúa sube la pobreza, en otros países no pasa eso. En Chile se devalúa el peso, sube el precio del cobre, pero la gente no se entera, a los sumo los sectores de las clases altas que consumen carne importada.

Por eso en la Argentina la inflación siempre va a tener un componente inercial, si no deja que se atrase el tipo de cambio. Si el Gobierno eso lo entiende va a decir cosas reales, entonces la población va a apreciar que le digan la verdad, aunque no sea grata. En cambio, si dice que la inflación está bajando y pasa de más 3% en enero a 4%, es un fallido.

– Y afecta a las expectativas...

– Sí, lo mismo que el objetivo de bajar la pobreza, porque quiere decir que al Presidente no le explicaron bien de qué se trata el tema, porque el índice de pobreza resulta del aumento del valor de la canasta básica de alimentos que está muy pegada a la variación del tipo de cambio.



"Al Presidente no le explicaron bien de qué se trata el tema de la pobreza, porque el índice de pobreza resulta del aumento del valor de la canasta básica de alimentos que está muy pegada a la variación del tipo de cambio"

– ¿En la situación actual de aceleración de la inflación, nueva corrección del tipo de cambio por parte del mercado, elevada recesión, cómo cree que se puede salir de este brete?

– Hay que pasar las elecciones. Ahora es cuestión de administrar este cuadro, tratar de que mejore la posición de reservas en divisa, seguir cumpliendo con la meta fiscal; y a partir de ahí hay que pensar en un programa antiinflacionario más colaborativo. Sin cooperación de los sindicatos no se podrá bajar la inflación, y reducir la indexación. ¿Es una fantasía? Sino habrá que ir más despacio.

– ¿Cree que después de que el tipo de cambio tocara \$42 a fines de septiembre, y con la suba de la tasa de interés hasta 74% anual el Banco Central se enamoró de la baja del tipo de cambio hasta \$37 en enero, aun con descenso de la tasa de referencia hasta 48% anual? ¿Tendría que haber dejado caer más la tasa de corte de las Leliq, o podía haber hecho otra cosa?

– Sí podría haber hecho otra cosa. No puedo juzgarlo, le voy a decir lo que pienso: El piso de la zona de no intervención tiene que subir al menos como la inflación, no menos, como lo hizo en los últimos meses, y ahora. Eso es crónica de una muerte anunciada.

El piso de la zona de no intervención tiene que subir al menos como la inflación, no menos, como lo hizo en los últimos meses, y ahora. Eso es crónica de una muerte anunciada

– ¿En la situación de hoy, eso no podría ser perjudicial, porque alimentaría las expectativas inflacionarias?

– Creo que hay que explicarle al mercado que lo que se pretende es mantener un tipo de cambio real relativamente estable, que asegure un nivel de competitividad externa que se necesita para volver a tener superávit comercial constante; y eso exige que la cotización del dólar se mueva al ritmo de la inflación. Eso la gente lo tiene que saber, porque de lo contrario, sucede lo de esta semana que sube a más de \$42, como estaba hace 5 meses, y todo el mundo se asusta porque piensa que se puede ir a \$50. No soy funcionario, hablo como profesor, como científico. Y creo que lo importante es no dejar que el piso de la banda de flotación se mueva por debajo de la tasa de inflación porque eso es seguro desgracia futura.

Fotos: Colin Boyle