

Inflación de Octubre, primera prueba para el BCRA

La inflación núcleo de octubre fue del 1,8% mensual (INDEC – GBA), esto implica que arrojó un resultado 0,3 puntos superior al objetivo del BCRA para el cuarto trimestre del año. Los indicadores han sido similares tanto en la medición de la Ciudad de Buenos Aires (Inflación núcleo 2%) como en Córdoba (Inflación Núcleo 1,7%). Esta aceleración es claramente una señal negativa de cara al cumplimiento de las metas para el año 2017.

El ritmo inflacionario mostró una aceleración en octubre más allá del ajuste esperado de tarifas. Esto se dio en un contexto donde el tipo de cambio se apreció un 0,6%, los agregados monetarios mantienen su ritmo de expansión claramente por debajo del crecimiento nominal de la economía y el crecimiento económico todavía no es contundente.

La pregunta que surge es ¿por qué se aceleró la inflación? Y a partir de esa respuesta será importante poder entender dos cosas: por un lado, si estos factores continúan presentes y por otro, cómo reacciona el BCRA ante este cambio. Es sin dudas la primera prueba que debe enfrentar el BCRA para hacer creíble el esquema de metas de inflación.

Los datos de octubre muestran aumentos significativos en los diferentes rubros de alimentos e indumentaria, además de las subas acordadas en regulados como el gas o los servicios de salud.

	Var % Mensual	Puntos de Aporte
Nivel General	2,4	2,40
Alimentos y Bebidas	1,5	0,54
Indumentaria	3,6	0,30
Vivienda y Servicios Básicos	10,7	1,03
Equip y Mant. del Hogar	0,5	0,03
Atención Médica y Salud	3,4	0,30
Transporte y Comunicaciones	-0,1	-0,01
Esparcimiento	0,8	0,06
Educación	1,0	0,04
Otros Bienes y Servicios	1,4	0,07

Si se descarta la inflación importada, el incremento acelerado de la demanda o los factores monetarios como fuentes de inflación, queda la inflación de costos, donde la suba salarial sería el principal factor originante. Si efectivamente esto se confirma, el BCRA tendrá un duro desafío para lograr alinear expectativas, porque la tasa de interés no es una herramienta muy efectiva en esa batalla.

Si tenemos en cuenta el último comunicado de Política Monetaria, donde se explicó la decisión de recortar 50 pb la tasa de las Lebacs como consecuencia de una mejoría en las expectativas de inflación, este nuevo dato debería generar algún tipo de reacción. El BCRA explicaba que el REM había mostrado una mejoría de 0,3 pts. en la inflación anual y que de a poco se acercaba a los ritmos planteados como meta para 2017. Ante aumento de precios de octubre, es lógico esperar que el REM retroceda hasta los valores de septiembre en sus expectativas de inflación 2017 o a niveles aún mayores.

Si tomamos la inflación núcleo de octubre y la anualizamos el ritmo inflacionario es del 23,9% y la tasa real de solamente 2,35% para las Lebacs y es negativa para todas las tasas pasivas (Badlar o Plazo Fijo). Si suavizamos el efecto tomando el promedio de inflación núcleo de los últimos tres meses, el ritmo de inflación núcleo es del 22%, por lo tanto las Lebacs ofrecen un rendimiento real del 4,25%, la Badlar rendiría apenas por debajo de la inflación y la tasa de Plazo Fijo seguiría siendo negativa.

Ante estos datos, ¿se animará el BCRA a volver a subir la tasa de Lebacs o solamente la dejará estable a la espera de datos de inflación más alentadores a principios de diciembre? Una reacción contundente ayudaría a mantener alineadas las expectativas. En especial cuando la brecha entre el ritmo de inflación actual y el nivel objetivo se ha ampliado. Porque el objetivo de 17% de techo de inflación para 2017 (incluyendo tarifas), tiene implícita una inflación núcleo del orden del 15/15,5% si se netea el efecto de los aumentos programados de Gas y Electricidad. Por lo tanto la inflación núcleo promedio de los últimos 3 meses arroja un nivel del 22%. Esto implica que el BCRA necesita recortar 7 puntos el ritmo inflacionario para cumplir con la meta. Ante la magnitud del desafío que enfrenta, sería esperable que en las próximas semanas las autoridades muestren señales contundentes de cara a alinear expectativas.

En el medio surge otro factor que indudablemente es relevante para el mercado, pero que para el modelo teórico de Metas de Inflación no es una variable determinante. Se trata del tipo de cambio. Si bien las tasas de interés pasivas siguen siendo negativas en términos reales, tanto estas como la tasa de Lebacs se encuentran claramente por arriba de la expectativa de devaluación.

El efecto de esto son atractivos rendimientos en dólares que favorecen el ingreso de capitales y por ende frenan aún más las expectativas de devaluación. Es justamente la apreciación cambiaria lo que le da sentido a la decisión del BCRA de recortar las tasas de interés. De ser así, estaría buscando evitar una mayor apreciación del tipo de cambio real. Pero ese objetivo se contrapone con la decisión de bajar rápidamente la inflación.

A nuestro entender, la meta de 17% de inflación de 2017 solamente es cumplible en un escenario donde el tipo de cambio evoluciona entre 5 y 6 puntos porcentuales por debajo de la inflación, cumpliendo el rol de ancla nominal.