



Informe de Inflación



GERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Federación Rusa y Sargento Marecos

www.bcp.gov.py

webmaster@bcp.gov.py

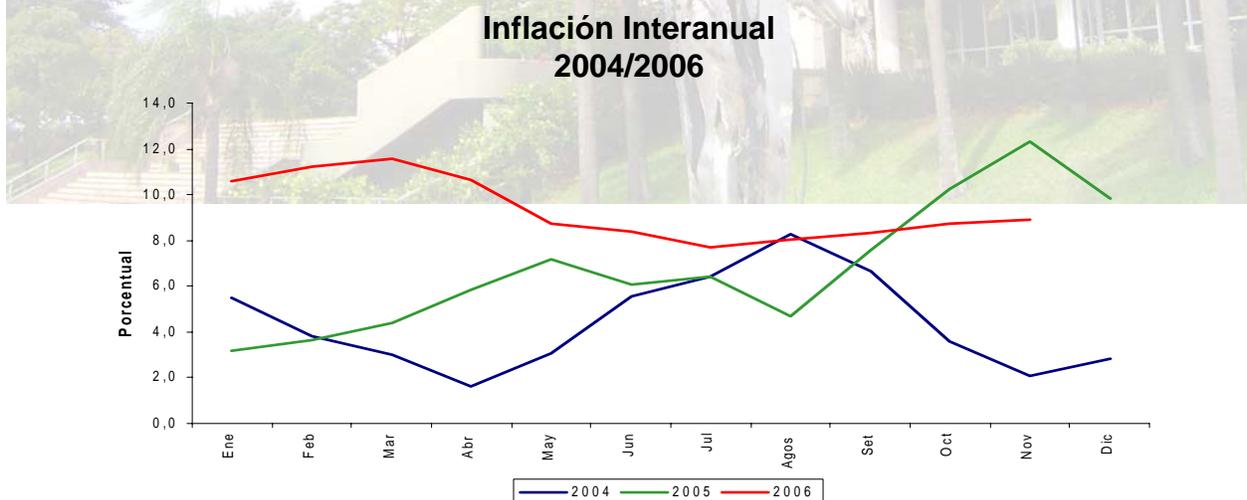
Asunción-Paraguay

EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (IPC) EN NOVIEMBRE DE 2006

I. INFLACIÓN: RESULTADO GENERAL

La inflación del mes de noviembre del año 2006, medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC), fue **1,9%**, levemente mayor a la tasa del **1,7%** observada en el mismo mes del año anterior. Con este resultado, la inflación acumulada en el año se sitúa en **9,5%**, por debajo del **10,5%** registrado en igual período del año 2005. La inflación interanual, por su parte, asciende al **8,9%**, un poco mayor al **8,7%** observado en el mes de octubre del corriente año, pero menor al **12,3%** registrado en el mes de noviembre del año 2005.

Sin embargo, se subraya que la inflación subyacente no registró variación alguna durante el mes de noviembre, lo cual parece indicar que la inflación antes que estar afectada por factores fundamentales está más bien sobredeterminada por los incrementos verificados en los rubros volátiles de la canasta.

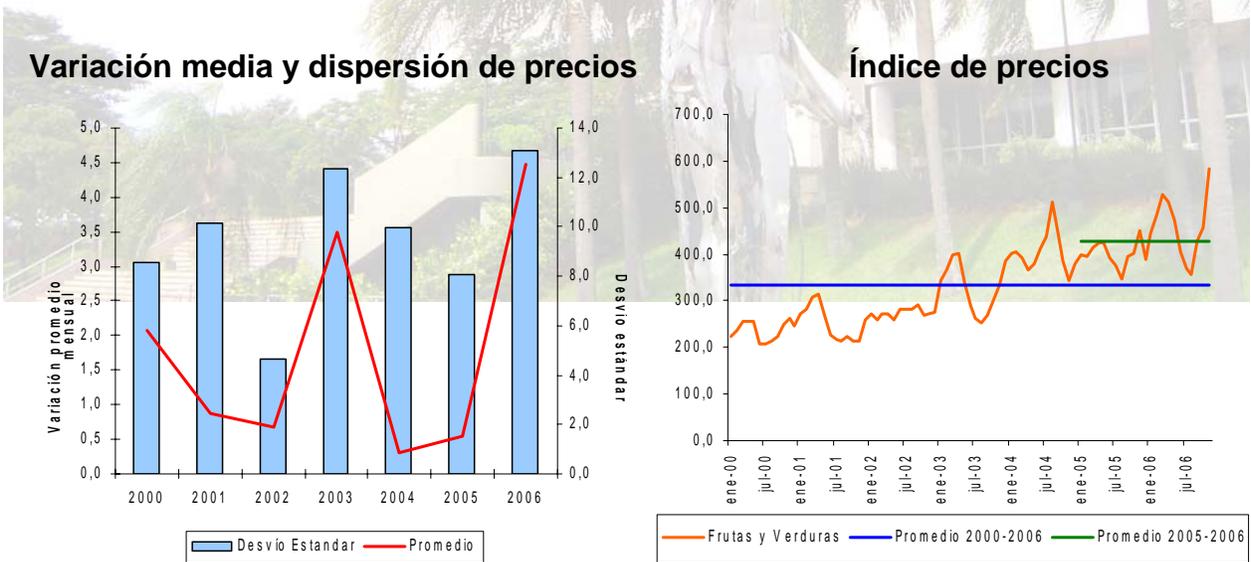




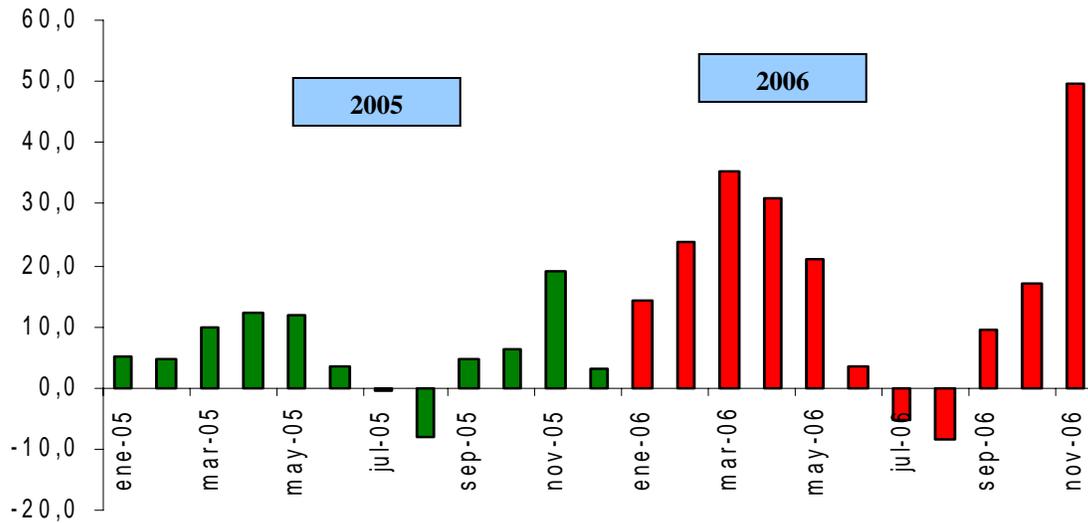
II. PRINCIPALES ASPECTOS DE LA INFLACIÓN

El resultado inflacionario del mes de noviembre nuevamente se encuentra explicado por los aumentos de precios observados en la agrupación Alimentación, la cual a su vez responde en un gran porcentaje a las subas registradas en los rubros frutihortícolas, con un fuerte sesgo hacia rubros cuyo ingreso desde los países vecinos han sido objeto de una mayor control, limitando la oferta doméstica de los mismos, y por consiguiente, produciéndose fuertes incrementos de precios, teniendo en cuenta que la producción local hasta el momento no puede cubrir la demanda del mercado doméstico, y por tanto, no pudiendo recurrirse al ajuste de la brecha vía balanza comercial. Asimismo, es necesario mencionar, por un lado, que los rubros frutihortícolas, en el período setiembre-noviembre del corriente año, aumentaron en promedio en un 63,6% (uno de los rubros aumento en 222,3%), y por otro lado, que el nivel de precios de estos rubros registra un pico histórico, encontrándose en un valor que es superior en un 36,4% al promedio de precios de los últimos dos años.

Productos frutihortícolas



Variación acumulada



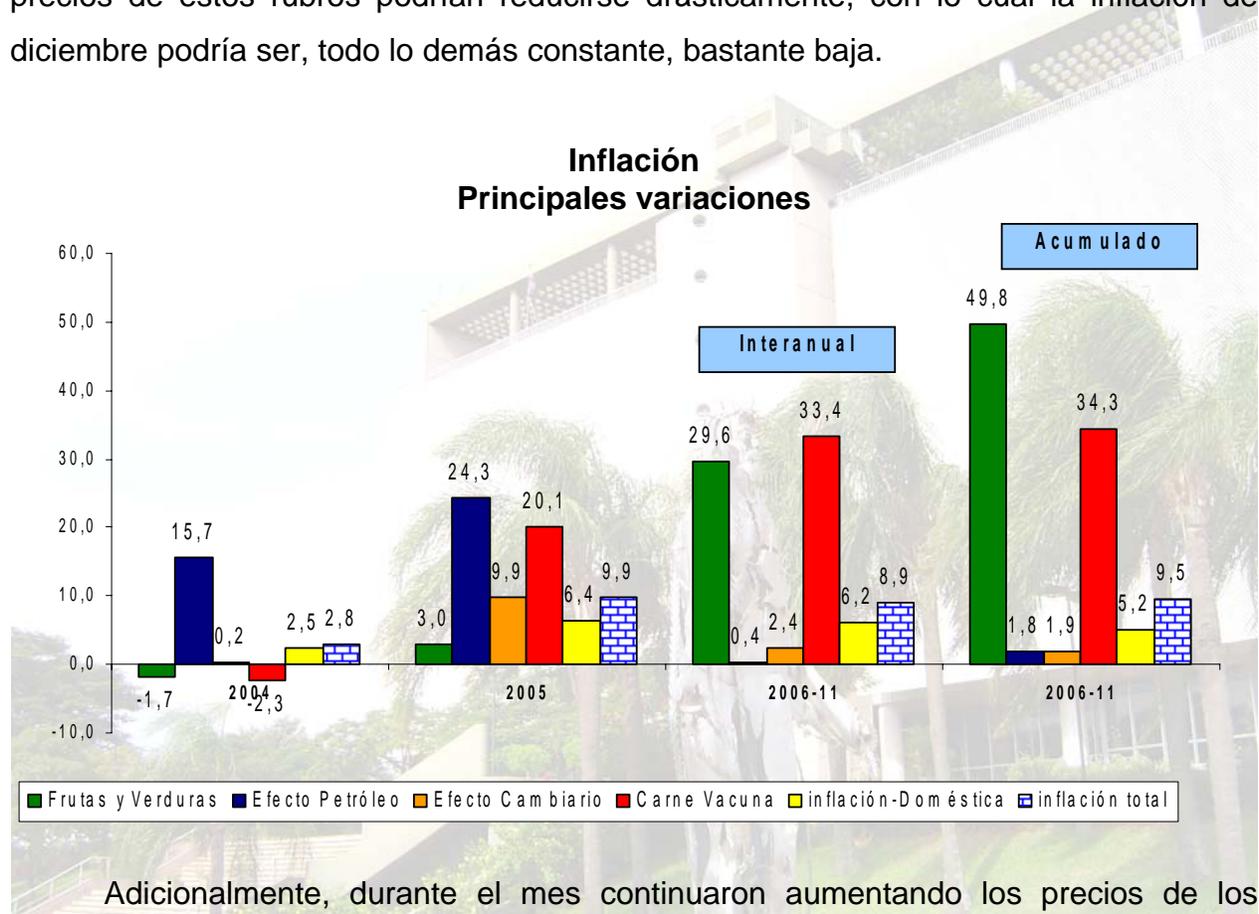
Expertos del sector señalan que la solución a la amplias fluctuaciones de precios registradas en los rubros hortícolas en los últimos tres meses, consiste es una programación calendarizada de las siembras y una planificación zonal de los cultivos, de tal manera a adecuar la oferta interna a la demanda del mercado doméstico a lo largo del año.

EVOLUCIÓN DEL IPC 2005/2006

| TASA DE VARIACIÓN (%) | | | | | | |
|-----------------------|---------|------|-----------|------|------------|------|
| MES | MENSUAL | | ACUMULADA | | INTERANUAL | |
| | 2005 | 2006 | 2005 | 2006 | 2005 | 2006 |
| Enero | 0,7 | 1,4 | 0,7 | 1,4 | 3,2 | 10,6 |
| Febrero | 0,6 | 1,1 | 1,3 | 2,5 | 3,6 | 11,2 |
| Marzo | 1,2 | 1,5 | 2,5 | 4,0 | 4,4 | 11,6 |
| Abril | 1,3 | 0,4 | 3,7 | 4,5 | 5,9 | 10,6 |
| Mayo | 1,5 | -0,3 | 5,2 | 4,2 | 7,2 | 8,7 |
| Junio | -0,1 | -0,4 | 5,1 | 3,7 | 6,1 | 8,4 |
| Julio | 0,5 | -0,2 | 5,6 | 3,5 | 6,4 | 7,7 |
| Agosto | -0,1 | 0,2 | 5,5 | 3,7 | 4,7 | 8,0 |
| Septiembre | 1,4 | 1,6 | 6,9 | 5,4 | 7,6 | 8,3 |
| Octubre | 1,6 | 2,0 | 8,6 | 7,5 | 10,3 | 8,7 |
| Noviembre | 1,7 | 1,9 | 10,5 | 9,5 | 12,3 | 8,9 |
| Diciembre | -0,6 | | 9,9 | | 9,9 | |

En relación a este último punto, y considerando que aún persiste la tendencia alcista de los precios de los productos hortícolas, la experiencia internacional señala que de seguir verificándose una incapacidad de la oferta local para satisfacer la demanda doméstica, se podría asignar cupos de importación que permitan cubrir el diferencial entre oferta y demanda. En otras palabras, las políticas de beneficios a los productores deberían complementarse con la asignación de cupos de importación para administrar los desequilibrios entre oferta y demanda, sean éstas temporales o por insuficiencia de la producción de tal manera a proteger también al consumidor.

Es necesario mencionar que debido a que la mayor parte del aumento verificado en el presente mes se encuentra concentrado en rubros volátiles, como son los rubros hortícolas, podría esperarse un comportamiento de los precios de consumo similar a lo verificado en el año anterior. Es decir, de ingresar la sobreproducción de rubros hortícolas nacionales en el mes de diciembre (como señalan agentes del sector) los precios de estos rubros podrían reducirse drásticamente, con lo cual la inflación de diciembre podría ser, todo lo demás constante, bastante baja.



Adicionalmente, durante el mes continuaron aumentando los precios de los productos derivados del trigo (productos panificados y harina) principalmente debido a un incremento de la cotización del trigo consecuencia de una menor oferta interna (por factores climáticos), sumado a una mayor demanda externa, principalmente de Brasil. No obstante, los precios de los derivados del trigo podrían registrar una menor evolución en los próximos meses considerando que, sobre la base de informaciones del

sector, actualmente existe una importante entrada (ilegal) de harina desde el lado argentino como consecuencia de menores precios en el vecino país.

Por otro lado, continúa las reducciones de precios observadas en los bienes relacionados al petróleo. Esta tendencia esta relacionada principalmente con la reducción de los precios del crudo en los mercados internacionales.

Finalmente, se destaca la estabilización observada en los precios de la carne vacuna, con leves reducciones de precios en algunos cortes¹ tras los importantes aumentos verificados en el mes anterior.

III. INCIDENCIA INFLACIONARIA

Con respecto a la incidencia inflacionaria² de cada una de las agrupaciones que componen la canasta de bienes y servicios del IPC, en el resultado del mes de noviembre se destaca principalmente la tasa observada en la agrupación de Alimentación. Esta agrupación registró una incidencia inflacionaria del **102,3%**, representando una variación ponderada del **2%** en la inflación mensual total. Entre las agrupaciones que presentaron variaciones positivas, aunque bastante leves, se mencionan a Educación y Lectura y Gastos Varios. La primera de las agrupaciones citadas tuvo un impacto inflacionario del **0,3%**, representando una variación ponderada del **0%**, mientras que Gastos Varios tuvo una incidencia inflacionaria del **0,6%**, con una variación ponderada del **0%**.

¹ En parte, esta reducción de precios responde también a un efecto arrastre, considerando que el IPC compara precios promedios, y en el mes anterior el precio de la carne había aumentando fuertemente en la primera quincena del mes, disminuyendo posteriormente en la segunda quincena debido a los motivos señalados en el informe de inflación del mes de octubre del corriente año.

² Para el cálculo de este indicador se multiplica la inflación de cada agrupación por sus correspondientes ponderaciones dentro de la canasta del IPC. La suma algebraica de las tasas de variación ponderada es igual a la tasa de inflación del mes. Asimismo, se presenta la incidencia inflacionaria (mensual, acumulada e interanual) en forma de estructura porcentual.



| Noviembre 2006 | | | | | | |
|-----------------------|---------------------------------|--------------|------------------|--------------|-------------------|--------------|
| <u>AGRUPACIÓN</u> | <u>Incidencia Inflacionaria</u> | | | | | |
| | <u>Mensual</u> | | <u>Acumulado</u> | | <u>Interanual</u> | |
| | | | | | | |
| Alimentación | 2,0 | 102,3 | 7,6 | 80,1 | 7,0 | 78,4 |
| Vestido y Calzado | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 2,4 | 0,2 | 2,7 |
| Vivienda | 0,0 | -2,1 | 0,7 | 7,1 | 0,7 | 8,4 |
| Gastos en Salud | 0,0 | 0,8 | 0,2 | 2,1 | 0,2 | 2,2 |
| Transporte | 0,0 | -1,9 | 0,2 | 2,0 | 0,1 | 1,0 |
| Educación y Lectura | 0,0 | 0,3 | 0,1 | 1,5 | 0,1 | 1,6 |
| Gastos Varios | 0,0 | 0,6 | 0,5 | 4,9 | 0,5 | 5,6 |
| ÍNDICE GENERAL | 1,9 | 100,0 | 9,5 | 100,0 | 8,9 | 100,0 |

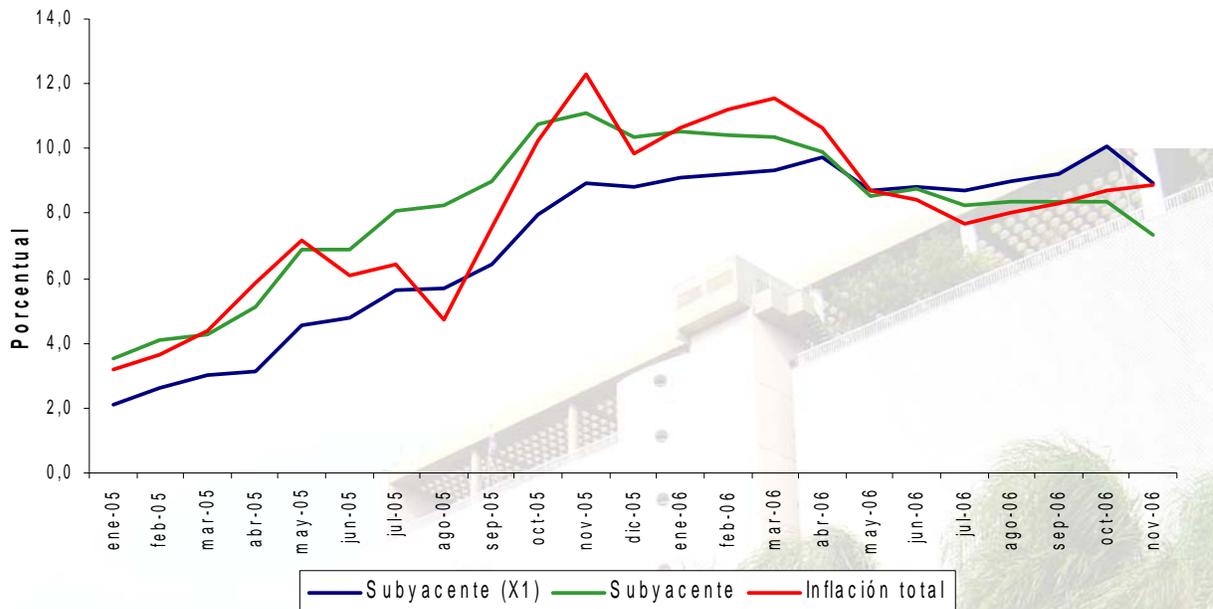
IV. INFLACIÓN SUBYACENTE

La **inflación subyacente**³ durante el mes de noviembre de 2006 registró una variación del **0%**, sustancialmente menor al **1,9%** observada en la inflación total. A su vez, la **inflación subyacente(X1)**, que además de excluir a las frutas y verduras no incorpora los servicios tarifados y combustibles, presentó una tasa del **0,1%**.

Con respecto a la inflación acumulada en el año, registrada por cada uno de los indicadores de precios, las mismas presentaron los siguientes porcentajes: inflación total **9,5%**, inflación subyacente **6,9%** e inflación subyacente (X1) **8,2%**.

³ Excluye de la canasta del IPC las frutas y verduras.

Inflación e inflación Subyacente Interanual



Por otro lado, las tasas interanuales recogidas por los diferentes indicadores de inflación fueron las siguientes: inflación total **8,9%**, inflación subyacente **7,3%** e inflación subyacente (X1) **9%**.

| AGRUPACIÓN | Noviembre 2005 | | | Noviembre 2006 | | |
|---------------------|--------------------------|--------------|---------------|--------------------------|--------------|---------------|
| | Tasa de Inflación | | | Tasa de Inflación | | |
| | Mens. | Acum. | Inter. | Mens. | Acum. | Inter. |
| Frutas y Verduras | 12,2 | 19,1 | 31,6 | 28,2 | 49,8 | 29,6 |
| Servicios Tarifados | 0,0 | 12,1 | 15,5 | 0,0 | 0,4 | 0,4 |
| Combustibles | 1,8 | 31,0 | 31,1 | -1,5 | 3,8 | 1,2 |
| Subyacente (X1) | 1,1 | 8,0 | 8,9 | 0,1 | 8,2 | 9,0 |
| Subyacente | 1,0 | 9,9 | 11,1 | 0,0 | 6,9 | 7,3 |
| IPC | 1,7 | 10,5 | 12,3 | 1,9 | 9,5 | 8,9 |

Apartado 1.1. Inflación Subyacente

Los bancos centrales de diversos países, desde un tiempo atrás, han estado preocupados por el efecto que sobre el Índice de Precios al Consumidor (IPC) producen algunos precios de bienes y servicios finales de carácter volátil, dado que esto puede dar lugar a interpretaciones erróneas del proceso inflacionario afectando las expectativas de los agentes económicos y la conducción de la política monetaria. Por tanto, desde un punto de vista estricto lo relevante son las variaciones de precios que perduran en el largo plazo, es decir, la tendencia del crecimiento de los precios conocida como inflación subyacente.

En términos generales, los cálculos de inflación subyacente intentan estimar un nivel general de precios que incorpore una suavización de las fluctuaciones de corto plazo o una eliminación de ciertas series individuales, como por ejemplo, los precios de bienes y servicios considerados volátiles. Así, en algunos trabajos se han planteado diversas formas de estimación, las cuales abarcan desde la eliminación de algunos productos de la canasta a partir del cual se calcula el IPC, hasta la utilización de técnicas estadísticas en la determinación de la serie. Una técnica utilizada se basa en el supuesto de que las variaciones de precios presentarían una distribución uniforme, por lo que sería posible eliminar de la canasta los productos que presentaran variaciones mensuales que estuvieran situadas en los extremos de la distribución.

Con respecto a los criterios de eliminación, en general no se registra ningún criterio teórico o estadístico para seleccionar los bienes y servicios que se excluyen, o una metodología específica para la determinación de los elementos a excluir. En gran medida la selección ha dependido de la percepción particular sobre los precios más variables o del tipo de shocks de precios relativos que cada país ha podido identificar. Así, en los EE.UU. se definió la inflación subyacente como el índice de precios que excluye la energía y los alimentos; en Japón, el índice que excluye los precios de los alimentos frescos; en Canadá la que excluye la energía, los alimentos y los impuestos indirectos; en Nueva Zelanda se utiliza el índice que excluye pagos de intereses; y en el caso de Paraguay se excluye, las frutas y verdura (primer indicador), y las frutas y verduras, combustibles y servicios tarifados (para el segundo indicador).

Importancia de su cálculo

El cálculo del indicador de inflación subyacente se realiza como consecuencia de que en la trayectoria de la inflación intervienen tanto factores que inciden sobre su tendencia como también elementos de tipo irregular, que es necesario aislar a los efectos de centrar el análisis en los aspectos que guardan relación con la evolución de los precios de largo plazo. Esto adquiere importancia en economías en donde es frecuente la aparición de perturbaciones que afectan el precio de bienes de relativa importancia en la canasta del IPC.

A partir del indicador mencionado, se intenta realizar un cálculo de la inflación subyacente que posibilitará conocer el núcleo de la serie, es decir, aquella parte de la serie que es endógena al sistema y que puede ser afectada por la política monetaria. Evidentemente, las tasas de inflación medidas se hallan afectadas no sólo por la política monetaria sino también por perturbaciones exógenas (aumento de los precios internacionales de ciertos productos) y factores estacionales. Estos factores ajenos a la política monetaria deberían presentar un valor esperado igual a cero en el mediano y largo plazo, o en el peor de los casos, presentar un aumento del nivel de precios pero no de la inflación cuando se trata de la ocurrencia de un shock de precio por una sola vez.

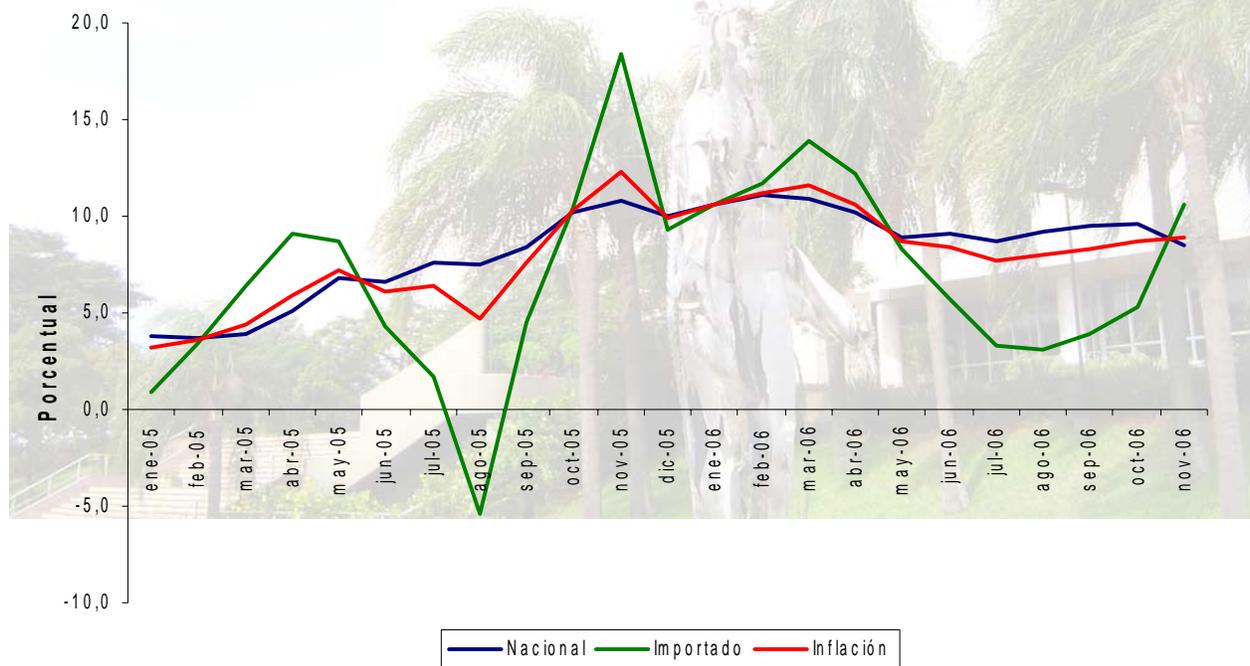
V. INFLACIÓN EN BIENES NACIONALES E IMPORTADOS

La inflación mensual perteneciente a los bienes de consumo nacionales fue del **0,1%**, menor a la tasa del **1,2%** registrada en el mismo mes del año anterior. A su vez, la inflación acumulada para este tipo de bienes ascendió al **7,9%**, por debajo del **9,4%** observado durante el mismo período del año 2005. Con respecto a la inflación interanual, la misma ascendió al **8,5%**, por debajo del **9,6%** observado durante el mes octubre del 2006, y también menor al **10,8%** registrado en noviembre del año anterior.

Por otro lado, la inflación mensual de los bienes de consumo importados alcanzó una tasa del **9,2%**, superior al **3,9%** verificado en el mismo mes del año 2005. La inflación acumulada para este tipo de bienes fue del **16,4%**, por encima del **15%** observado en igual período del año 2005. La inflación interanual, por su parte, se ubicó en **10,6%**, mayor al **5,3%** registrado en octubre del corriente año, pero menor al **18,4%** registrada en noviembre del año 2005.

Además, se puede mencionar que la inflación mensual de los bienes nacionales (sin frutas y verduras) fue del **0%**, mientras que la inflación mensual de los bienes importados (sin frutas y verduras) fue del **0%**.

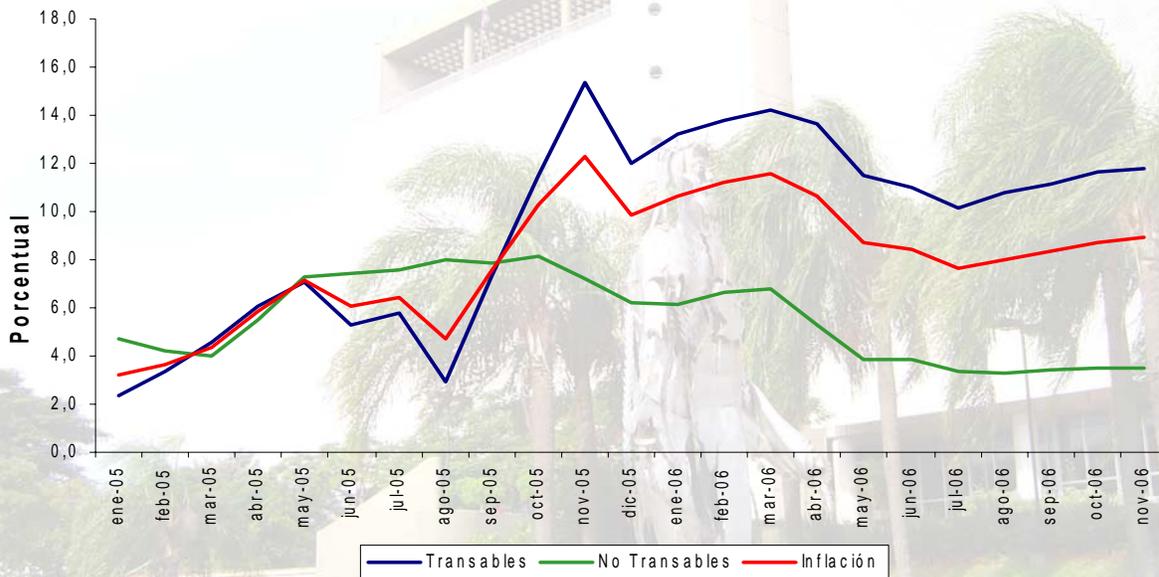
Inflación en Bienes Nacionales e Importados e Inflación Total Interanual



VI. INFLACIÓN EN BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES

La inflación mensual de los bienes transables fue del **2,7%**, levemente superior al **2,6%** registrado en el mismo mes del año anterior. Así, la tasa de inflación acumulada ascendió al **13%**, menor al **13,2%** observada en el mismo período del año 2005. Por otro lado, la inflación interanual asciende al **11,8%**, superior a la tasa del **11,6%** verificada en el mes de octubre del 2006, pero por debajo del **15,3%** observada en noviembre del año 2005.

**Inflación de Bienes Transables y No Transables e Inflación total
Tasa Interanual**

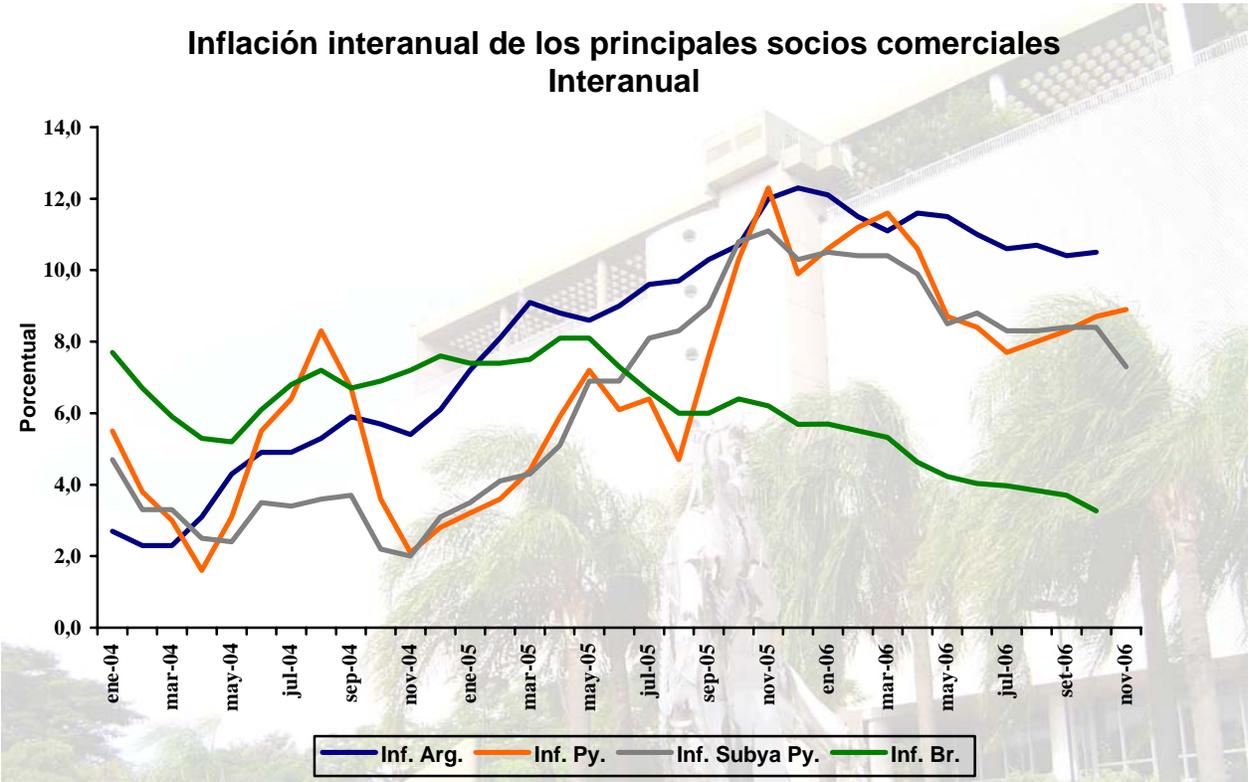


Asimismo, la inflación mensual de los bienes no transables fue del **0,3%**, mayor al **0,2%** registrado en el mismo mes del año pasado. La inflación acumulada para este tipo de bienes alcanzó una tasa del **3,2%**, inferior al **6%** obtenido en igual período del año 2005. La inflación interanual, por su parte, alcanzó una tasa del **3,5%**, igual al observado en octubre del 2006, y por debajo al **7,2%** obtenido en el mes de noviembre del año anterior.



VII. COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES⁴

La inflación minorista en Argentina continúa en un nivel del 10%. En el mes de octubre de 2006 la inflación interanual fue del 10,5% levemente superior al 10,4% del mes setiembre del corriente año.



Los precios de los productos estacionales y/o volátiles evidenciaron cierta desaceleración en su trayectoria de crecimiento interanual, aunque con tasas todavía elevadas. Así, hasta octubre el subíndice acumuló una suba de 14,7%, un poco mayor al 13% alcanzado en los mismos meses del año pasado.

Los aumentos en las tarifas de algunos servicios implicaron una leve aceleración en el subíndice de bienes y servicios regulados o con alto componente impositivo. De

todos modos, este componente continuó exhibiendo tasas de variación moderadas (2,3% acumulado desde diciembre frente a 2,7% en igual período de 2005), contribuyendo a mantener la inflación contenida.

Cabe destacar que el Banco Central de la República Argentina (BCRA) continuó con su política prudencial de acumulación de reservas internacionales, lo cual permitió en lo que va del año recomponer en nivel de reservas de diciembre pasado, previo a la cancelación de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Como ocurre en la mayoría de los países emergentes, la política sistemática de acumulación de reservas funciona en Argentina como un mecanismo anticíclico para reducir la vulnerabilidad de la economía. En efecto, esta estrategia constituye uno de los pilares centrales del programa económico, garantizando la estabilidad macroeconómica, aumentando la confianza en la moneda nacional, disminuyendo el riesgo país y el costo financiero de la economía, y reduciendo la incertidumbre originada en los mercados financieros internacionales.

La política prudencial de acumulación de reservas estuvo complementada por un irrestricto programa de absorción monetaria, cuya profundidad se sustenta en la fortaleza que exhibe el balance del Banco Central. La expansión monetaria generada por la compra de divisas fue esterilizada a través de la colocación de Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC), donde se ha incrementado tanto la variedad como la liquidez y los plazos promedios de los instrumentos, a lo que se suma la cancelación anticipada de redescuentos. Los cambios en la política de encajes también fueron importantes factores de esterilización durante el presente año.

De este modo, el programa de acumulación de divisas y la profunda política de esterilización monetaria, junto al resto de los elementos centrales del programa económico, como los superávits gemelos (fiscal y externo) y un renovado sistema

⁴ Extractado de: Informe de Inflación, BCRA, Cuarto trimestre de 2006; Informe Monetario, agosto de 2006, BCRA; y Relatório de Inflacao,

financiero, se han reflejado en el buen desempeño que mostraron las variables macroeconómicas en el transcurso del año 2006.

Durante el cuarto trimestre, se prevé que la inflación interanual continuará descendiendo para finalizar el año dentro de las bandas previstas en el Programa Monetario (8% y 11%), mientras que en el año 2007 la evolución de los precios minoristas seguirá un comportamiento similar al de este año, vinculado a que las políticas fiscal y de ingresos, junto con el cambio de sesgo de la política monetaria, continúen operando sobre las expectativas.

Por su parte, la economía Brasileira exhibe una inflación interanual del 3,27% al mes de octubre de 2006 (también menor al 3,70% del mes de setiembre del corriente año), con lo cual esta variable continúa ubicándose por debajo del centro del rango meta establecido por el Comité Monetario Nacional (CMN)⁵ para el año 2006.

En líneas generales, los riesgos para la dinámica prospectiva de inflación permanecen los mismos identificados en Relatorios recientes, en intensidades distintas, con mejoras relativas del escenario externo, en función de la reducción de las incertidumbres asociadas a la duración y la intensidad del ciclo de elevación de tasas de interés de la economía norteamericana. Los precios internacionales del petróleo continúan presentando volatilidad elevada y, no obstante el retroceso en las cotizaciones observadas recientemente, permanecen siendo una fuente sistemática de incertidumbre en el escenario externo. En relación a los riesgos asociados al escenario interno, se menciona que no hubo alteraciones significativas con respecto al “Relatorio de Inflación” del mes de junio de 2006.

Inflación de Paraguay y de sus principales socios comerciales Año 2006-Interanual

| | Ene | Feb | Mar | Abr | May | Jun | Jul | Ago | Set | Oct | Nov |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|
| Inflación Brasil ⁶ | 5,70 | 5,51 | 5,32 | 4,63 | 4,23 | 4,03 | 3,97 | 3,84 | 3,70 | 3,27 | |
| Inflación Argentina | 12,1 | 11,5 | 11,1 | 11,6 | 11,5 | 11,0 | 10,6 | 10,7 | 10,4 | 10,5 | |
| Inflación Paraguay | 10,6 | 11,2 | 11,6 | 10,6 | 8,7 | 8,4 | 7,7 | 8,0 | 8,3 | 8,7 | 8,9 |
| Inflación Subyacente Paraguay ⁷ | 10,5 | 10,4 | 10,4 | 9,9 | 8,5 | 8,8 | 8,3 | 8,3 | 8,4 | 8,4 | 7,3 |
| Inflación Subyacente(X1) Paraguay ⁸ | 9,1 | 9,2 | 9,3 | 9,7 | 8,7 | 8,8 | 8,7 | 9,0 | 9,2 | 10,1 | 9,0 |

Fuente: Departamento de Cuentas Nacionales y Mercado Interno, Gerencia de Estudios Económicos.

Es importante destacar las limitadas repercusiones internas del escenario externo menos favorable observado a lo largo de los dos últimos meses, en especial en lo que se refiere al aumento del grado de aversión al riesgo y la menor liquidez externa. De hecho, después de la elevación registrada en mayo, el riesgo soberano volvió a alcanzar niveles históricamente bajos a principios de setiembre. Tales desdoblamientos corroboran evaluaciones recurrentes, expresadas en Velatorios de Inflación recientes, de que la economía brasilera está más resistente a choques externos. En ese sentido, el Comité de Política Monetaria (Copom) reafirma que la reducción consistente de la inflación, los voluminosos y persistentes superávits comerciales, una generación de superávits primarios adecuados, una recomposición de reservas internacionales, una mejora del perfil de la deuda pública interna y una recompra de títulos soberanos en el mercado internacional han vuelto al país cada vez más resistente a choques externos. Ese aumento a la resistencia a choques se reflejó, sobretodo, en la constatación de que la economía doméstica ha mantenido su trayectoria de crecimiento en medio de un largo proceso de ajuste de tasas de interés de los Estados Unidos, al cual se sumaron el Área del Euro y Japón. De esa forma, el Copom continúa atribuyendo una baja probabilidad a un escenario de deterioro significativo a los mercados financieros

⁵ En 2006, el CMM estableció un centro de meta de 4,5% con un margen de tolerancia de 2 puntos porcentuales.

⁶ Fuente: IBGE (Índice de Precios al Consumidor Amplio-IPCA)

⁷ Excluye de la canasta del IPC las frutas y verduras.

internacionales, es decir, suficiente para comprometer las condiciones de financiamiento del país.

VIII. CORRECCIÓN DE LOS DESEQUILIBRIOS MUNDIALES ⁹

Los profundos desequilibrios mundiales siguen ensombreciendo las perspectivas. Corresponde precisar que la existencia de fuertes déficits y superávits en cuenta corriente no atenta de por sí contra la estabilidad: en una economía mundial cada vez más globalizada, la libre circulación transfronteriza de capitales implica que habrá períodos de divergencia entre las tasas nacionales de ahorro y de inversión, o sea, sustanciales déficits y superávits en cuenta corriente. Esos flujos financieros pueden ser beneficiosos para la economía mundial si representan el desplazamiento de recursos desde zonas del mundo donde abundan más los ahorros que las oportunidades de inversión, hacia otras partes donde el capital puede captar tasas de rentabilidad más elevadas. Sin embargo, históricamente no ha sido posible sustentar durante mucho tiempo un déficit en cuenta corriente elevado en relación con el PIB, ya sea porque las tendencias nacionales de ahorro e inversión cambian o porque el país enfrenta restricciones de financiamiento, como sucede por ejemplo cuando evolucionan las opiniones sobre las tasas relativas de rendimiento de distintos países o cuando los inversionistas internacionales se resisten a aumentar la exposición de sus carteras a un país determinado. En esta última situación, hay que ajustar el comportamiento del ahorro y de la inversión para que la cuenta corriente esté acorde con el financiamiento disponible.

Es importante comprender cuál ha sido la fuente de los desequilibrios y cómo se han financiado. La coyuntura actual responde a varios factores: el efecto positivo de la enérgica productividad estadounidense sobre los precios de los activos, la riqueza de los hogares y el consumo, el surgimiento de un considerable déficit fiscal en Estados

⁸ Excluye de la canasta del IPC además de las frutas y verduras, los servicios tarifados y los combustibles.

Unidos desde principios de siglo, la desaceleración de la inversión en las economías emergentes de Asia (con la excepción de China) desde la crisis asiática, la abundante liquidez de los mercados financieros mundiales sobretodo tras el estallido de la burbuja informática, la propensión de los países de mercados emergentes –sobretodo asiáticos- a acumular grandes volúmenes de reservas internacionales, y la necesidad de reciclar los superávits de los exportadores de petróleo tras la reciente alza de los precios de este combustible.

Últimamente, la atención se ha concentrado en el sistema financiero estadounidense como imán del ahorro extranjero en medio de la creciente integración mundial de los mercados de capital. Debido a la profundidad y liquidez de sus mercados financieros, y también a la rapidez con que crea productos que ofrecen más y más posibilidades de control eficaz del riesgo, Estados Unidos se ha convertido en un destino interesante para los inversionistas mundiales. Al mismo tiempo, la innovación financiera y la creación de productos han abierto nuevas posibilidades de “suavización del consumo”, y los hogares especialmente han podido financiar más gastos gracias al fuerte aumento de los precios de los activos de renta variable y de la vivienda. Esta evolución del mercado ha contribuido a la caída libre de la tasa de ahorro de Estados Unidos desde mediados de los años noventa y ha sido un canal importante para la entrada de capitales al país.

Nadie pone en duda que el déficit en cuenta corriente que ha acumulado Estados Unidos estos últimos años –de por sí elevado y que no deja de crecer- se ha financiado sin tensión excesiva para el sistema financiero mundial y con tasas de interés real más bien bajas a largo plazo. La composición de ese financiamiento ha variado con el transcurso del tiempo: en tanto que la inversión directa y la inversión bursátil jugaron un papel importante a fines de la década de 1990, en estos últimos tiempos el grueso de los fondos se ha volcado a la renta fija, con un porcentaje considerable, pero no

⁹ Extractado de World Economic Outlook, setiembre de 2006.

predominante, de flujos oficiales correspondientes a la acumulación de cuantiosas reservas internacionales en una serie de países. Además, en los últimos meses ha habido movimientos que con el correr del tiempo ayudarán a reducir los desequilibrios, como la depreciación del dólar de EE.UU., la aceleración de las exportaciones estadounidenses, el anuncio de que el déficit fiscal estadounidense será inferior a lo previsto para este ejercicio, la revitalización de la demanda interna en la zona euro y en Japón, y cierto grado de flexibilización cambiaria en las economías asiáticas. Con todo, el problema básico no ha cambiado mucho. Las proyecciones a mediano plazo basadas en tipos de cambio efectivos reales constantes apuntan a que Estados Unidos mantenga un déficit en cuenta corriente cercano al 2% del PIB mundial, en tanto que Asia y los países exportadores de petróleo seguirán acumulando superávits sustanciales. Estas proyecciones implican que Estados Unidos tendría que continuar absorbiendo un porcentaje cada vez mayor de las carteras mundiales de activos, pero llegaría un momento en que estas carteras estarían casi saturadas de activos estadounidenses y los desequilibrios en cuenta corriente tendrían que corregirse.

El desenlace más probable aún es una corrección paulatina y ordenada a lo largo de varios años. En Estados Unidos, es probable que el enfriamiento del mercado de la vivienda estimule el ahorro privado a medida que los precios de los activos dejen de contribuir a la acumulación de riqueza. En los mercados emergentes de Asia (y sobretodo en China), por el contrario, se prevé que el consumo se acelere a medida que el ahorro precautorio pierda su atractivo. También se calcula que la absorción se incrementará en los países exportadores de petróleo, sobretodo los de Oriente Medio, donde las autoridades están promoviendo ambiciosos planes de inversión. Esta nueva tendencia del aumento relativo de la demanda interna, acompañada de una depreciación sostenida del dólar de EE.UU. en términos reales y de la apreciación de los tipos de cambio reales en los países con superávit –particularmente en partes de Asia y en los países exportadores de petróleo-, contribuiría a que las cuentas corrientes

se regularizaran a lo largo de los años. Ese ajuste podría recibir un empuje del mercado, sin necesidad de profundos cambios en los marcos de política económica.

No obstante, lo más probable es que el ajuste se desenvuelva sin tropiezos y de la mano del mercado únicamente si los inversionistas están dispuestos a seguir acumulando activos estadounidenses en sus carteras durante muchos años. De lo contrario, existe cierto riesgo de que se produzca una corrección desordenada, con una caída más rápida del dólar de Estados Unidos, volatilidad en los mercados financieros, renovadas presiones proteccionistas y un fuerte golpe para la producción mundial. El elevado costo que podría llegar a acarrear una corrección desordenada pone de relieve la importancia de la acción mancomunada para reducir los desequilibrios a tiempo.

Teniendo en cuenta que la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas se ha agudizado, exacerbando la volatilidad en los mercados financieros, y que los desequilibrios mundiales son motivo de preocupación, es tanto más importante que las autoridades respondan con flexibilidad a la evolución de la situación, se anticipen a las tensiones que puedan surgir y coordinen el control de los riesgos mundiales.

Este reto es especialmente apremiante para los grandes bancos centrales, que conforman el eje de la estabilidad mundial. La política monetaria de Estados Unidos debe lidiar con las dificultades que origina un nivel creciente de inflación en medio de una actividad económica decreciente, y la Reserva Federal tendrá que mantenerse atenta a la evolución de los datos y comunicar claramente sus apreciaciones a los mercados. Dada la importancia de mantener bajo estricto control las expectativas inflacionarias, es posible que aún sea necesario endurecer la política monetaria.

Los mercados emergentes también deben adaptarse a una coyuntura menos propicia y estar atentos a cualquier tensión incipiente para poder responder sin demora. Una de las tareas más delicadas que tiene por delante China y otras economías

emergentes de Asia es la de manejar la transición hacia un régimen cambiario flexible que haga posible una apreciación y amplíe el margen para poder responder monetariamente a la evolución de las condiciones mundiales e internas. En cuanto a los países de mercado emergentes con una fuerte dependencia del financiamiento externo (como en Europa Oriental) o una deuda pública aún elevada (como en América Latina y otras regiones), tendrán que ser flexibles para aprovechar la oportunidad de reducir más esas vulnerabilidades y, al mismo tiempo, reaccionar con agilidad ante cualquier eventualidad perjudicial, a fin de evitar que tambalee la confianza de los mercados y que se pongan en duda las credenciales antiinflacionarios ganadas con tanto esfuerzo.

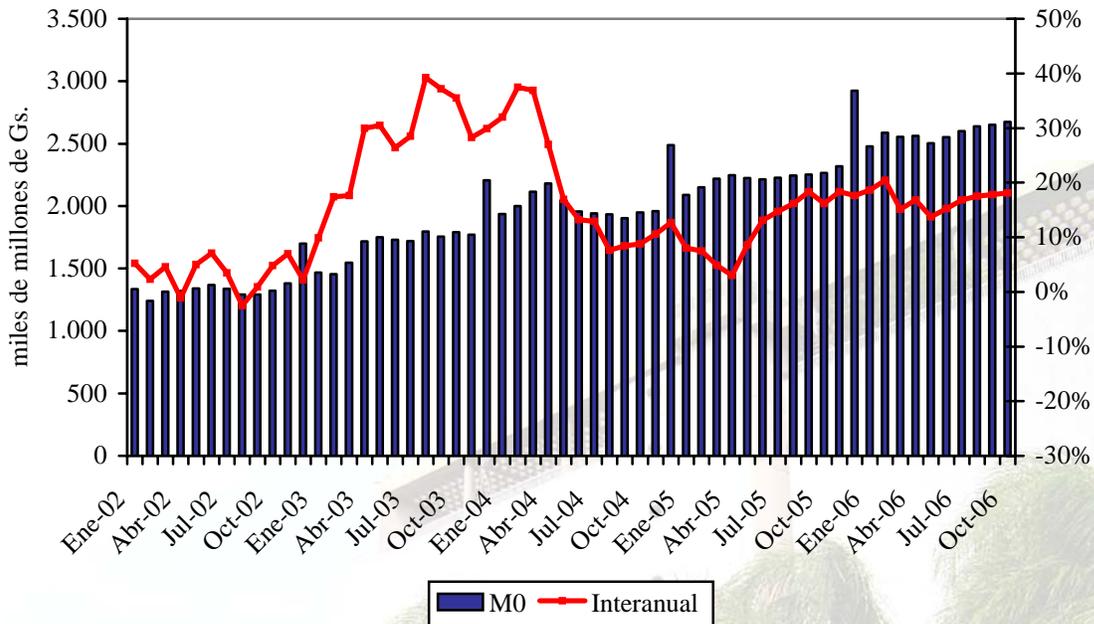
IX. ASPECTOS MONETARIOS

Factores que explican la dinámica del Agregado Monetario

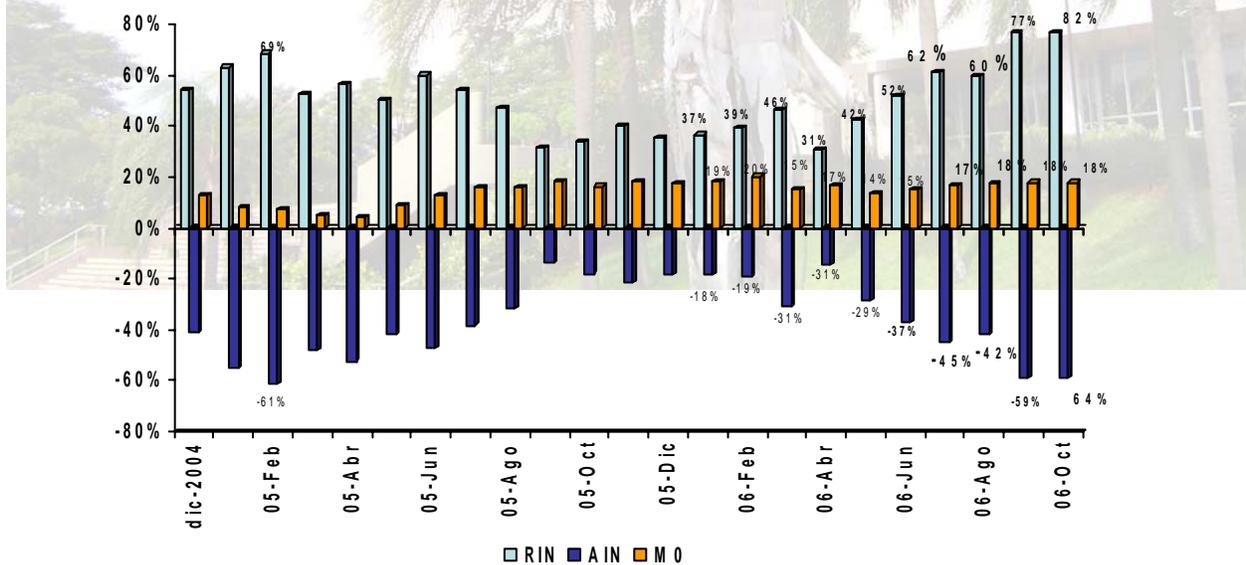
Al mes de octubre, los Billetes y Monedas en Circulación (M0) evidenciaron un crecimiento en torno a 18,1%, comportamiento que permanece prácticamente invariable desde marzo de 2006.

El dinamismo de esta variable estuvo determinado principalmente por la acumulación de Reservas Internacionales, y compensado por la posición contractiva de los Activos Internos Netos, principalmente por la colocación de Instrumentos de Regulación Monetaria del Banco Central. En promedio la acumulación de Reservas Internacionales Netas (RIN) representó una fuente de expansión al mes de octubre en 84,3%, la que fue contenida por los Activos Internos Netos (AIN) en -66,2%.

Billetes y Moneda en Circulación Variación interanual



Fuente de Expansión y Contracción interanual del M0 Reservas Internacionales Netas (RIN) – Activos Internos Netos (AIN)

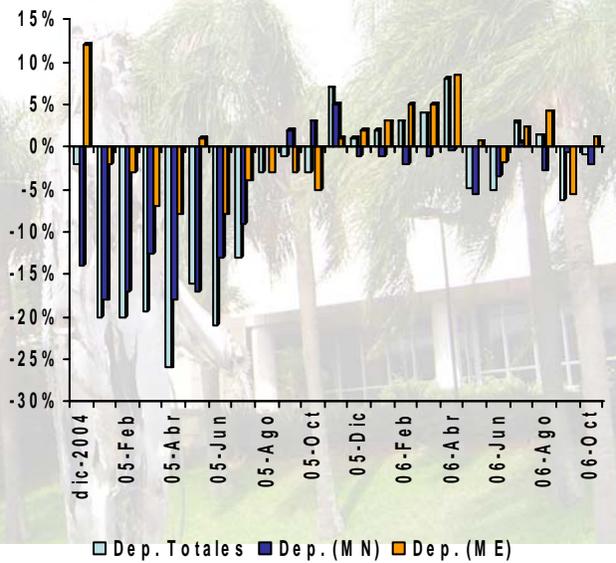
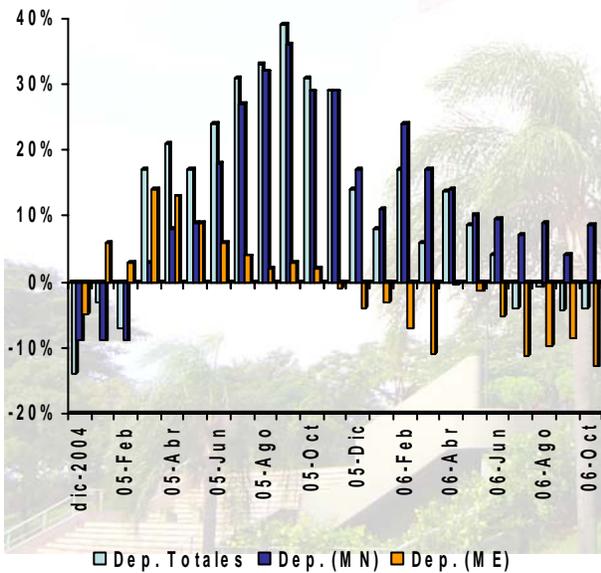


Al descomponer los Activos Internos Netos, vemos que el Crédito Neto al Sector Público, al mes de octubre, atenuó la expansión del M0 debido al incremento de los depósitos de este Sector, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera que mantienen en cuenta corriente en el Banco Central. Además, la posición expansiva del M0 es más que compensada por la colocación de instrumentos de deuda del Banco Central. Aunque la posición del Sector Financiero influyó al incremento del M0, debido a una disminución de los depósitos en MN que mantienen en el Banco Central.

Fuentes de Expansión y Contracción del M0 Variación interanual

Depósitos del Sector Bancario en el BCP

Depósitos del Sector Público en el BCP

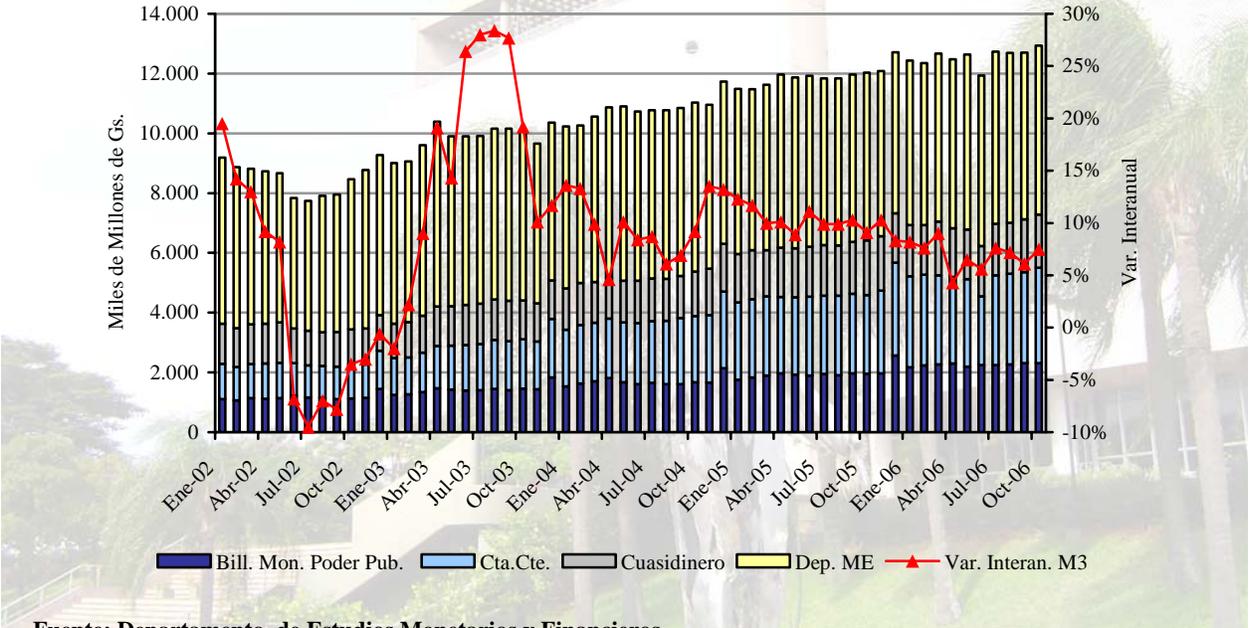




Evolución de los Agregados Monetarios Amplios¹⁰

En el mes de octubre de 2006, el Medio Circulante (M1)¹¹ registró una variación mensual de 2,8% mientras que en octubre del año anterior la variación fue -1%. El comportamiento observado en el presente mes se explica por el incremento de los depósitos en cuenta corriente en 4,9% y la estabilidad de los Billetes y Monedas en Poder del Público. La variación interanual de este agregado monetario fue del 20% en octubre del 2006, mientras que en el mismo periodo del año anterior fue 17,8%.

Evolución del Agregado Monetario Amplio (M3)



Fuente: Departamento de Estudios Monetarios y Financieros.

¹⁰ Los datos de los agregados monetarios amplios son obtenidos con un mes de rezago.
¹¹ Billetes y Monedas en poder del público + Cuenta Corriente del Sector Privado en MN.

La Oferta Monetaria (M2), que además del M1 incorpora el Cuasidinerero en MN, registró una variación de 2,2% y 13,5% en forma mensual e interanual, respectivamente. La variación del mes de octubre es superior a la registrada en el mismo mes del año anterior que fue 0,8%. El comportamiento mensual está explicado por el incremento mencionado del M1 (2,8%) y apoyado por el incremento del Cuasidinerero en 0,6%. El desempeño mensual del Cuasidinerero se debe al incremento, de los Certificados de Depósito de Ahorro (CDA) en 3,3% y de los Depósitos de Ahorro a Plazo en 25,4%, contrarrestado por la disminución de los Depósitos de Ahorro a la Vista en 3,1%

La Oferta Monetaria Ampliada (M3), conformada por el M2 y los depósitos en ME expresados en MN, registró una variación mensual de 1,9%, siendo la variación interanual del 7,5%. El comportamiento mensual responde al incremento mencionado del M2 (2,2%) y apoyado por el incremento de los depósitos en ME, expresados en MN, en 1,4%. Los depósitos en ME, expresados en USD, aumentaron en USD 12,5 millones (1,2%) en el mes y en términos interanuales registraron un incremento de USD 135,3 millones (14,8%).





GERENCIA DE ESTUDIOS ECONOMICOS
DPTO. DE CUENTAS NACIONALES Y MERCADO INTERNO

INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
AREA METROPOLITANA DE ASUNCIÓN
SERIE EMPALMADA

Base 1992=100

| AÑO/MES | ALIMENTACIÓN | VESTIDO Y CALZADO | VIVIENDA | GASTO EN SALUD | TRANSPORTE | EDUCACIÓN Y LECTURA | GASTOS VARIOS | GENERAL | ASUNCIÓN | | |
|-------------|--------------|-------------------|--------------|----------------|--------------|---------------------|---------------|--------------|-----------------|------|--------|
| | | | | | | | | | VARIACIONES (%) | | |
| | | | | | | | | | MENS | ACUM | INTER. |
| 2002 | 272,1 | 172,5 | 318,0 | 366,9 | 417,9 | 437,6 | 281,0 | 296,7 | | | |
| ENE | 258,9 | 167,7 | 292,9 | 363,7 | 390,0 | 414,9 | 264,6 | 280,3 | 0,9 | 0,9 | 7,7 |
| FEB | 256,9 | 168,3 | 293,6 | 367,0 | 390,1 | 415,3 | 267,7 | 280,4 | 0,0 | 0,9 | 7,1 |
| MAR | 261,5 | 168,5 | 299,4 | 367,9 | 390,1 | 427,2 | 268,2 | 284,0 | 1,3 | 2,2 | 6,5 |
| ABR | 262,2 | 169,1 | 304,3 | 369,7 | 389,8 | 427,2 | 268,4 | 285,4 | 0,5 | 2,7 | 6,1 |
| MAY | 260,1 | 169,8 | 306,6 | 367,9 | 391,2 | 427,7 | 268,7 | 285,3 | 0,0 | 2,7 | 6,8 |
| JUN | 265,4 | 170,7 | 312,6 | 369,0 | 406,9 | 428,8 | 272,6 | 290,5 | 1,8 | 4,5 | 9,4 |
| JUL | 269,6 | 171,6 | 321,7 | 367,4 | 435,6 | 450,3 | 281,1 | 298,3 | 2,7 | 7,3 | 11,8 |
| AGO | 278,6 | 173,3 | 329,6 | 365,2 | 438,4 | 451,4 | 290,2 | 305,2 | 2,3 | 9,8 | 13,3 |
| SEP | 284,4 | 176,2 | 332,7 | 364,0 | 438,4 | 451,9 | 293,0 | 308,7 | 1,1 | 11,1 | 13,8 |
| OCT | 284,1 | 176,7 | 336,6 | 363,9 | 441,3 | 451,2 | 295,0 | 310,0 | 0,4 | 11,6 | 13,8 |
| NOV | 288,2 | 178,3 | 340,3 | 367,9 | 449,8 | 452,0 | 298,8 | 313,9 | 1,3 | 13,0 | 14,6 |
| DIC | 294,7 | 179,5 | 345,2 | 368,9 | 453,0 | 453,5 | 303,2 | 318,6 | 1,5 | 14,6 | 14,6 |
| 2003 | 331,3 | 186,2 | 349,5 | 375,1 | 489,0 | 468,3 | 309,8 | 338,9 | | | |
| ENE | 313,7 | 180,9 | 350,7 | 370,9 | 487,4 | 455,4 | 311,2 | 331,2 | 4,0 | 4,0 | 18,2 |
| FEB | 325,4 | 181,9 | 350,6 | 371,6 | 496,1 | 458,1 | 314,0 | 337,1 | 1,8 | 5,8 | 20,2 |
| MAR | 334,3 | 183,2 | 351,7 | 370,7 | 497,4 | 467,2 | 314,1 | 341,3 | 1,2 | 7,1 | 20,2 |
| ABR | 342,6 | 184,2 | 353,3 | 373,7 | 498,0 | 467,6 | 315,0 | 345,3 | 1,2 | 8,4 | 21,0 |
| MAY | 333,8 | 179,6 | 352,5 | 375,7 | 496,2 | 468,5 | 314,5 | 341,2 | -1,2 | 7,1 | 19,6 |
| JUN | 324,5 | 187,6 | 350,3 | 376,1 | 480,2 | 467,6 | 312,0 | 336,2 | -1,5 | 5,5 | 15,7 |
| JUL | 321,9 | 187,7 | 348,1 | 376,0 | 477,7 | 467,5 | 308,3 | 334,0 | -0,7 | 4,8 | 12,0 |
| AGO | 319,7 | 187,9 | 346,8 | 376,1 | 486,5 | 468,1 | 306,1 | 333,2 | -0,2 | 4,6 | 9,2 |
| SEP | 321,2 | 188,3 | 346,2 | 376,3 | 486,1 | 468,2 | 305,4 | 333,7 | 0,2 | 4,7 | 8,1 |
| OCT | 337,2 | 189,9 | 347,9 | 376,6 | 487,5 | 467,9 | 306,0 | 340,6 | 2,1 | 6,9 | 9,9 |
| NOV | 346,8 | 191,4 | 348,3 | 377,8 | 487,6 | 481,7 | 305,9 | 345,1 | 1,3 | 8,3 | 9,9 |
| DIC | 354,9 | 191,7 | 348,0 | 379,9 | 487,6 | 481,7 | 305,5 | 348,3 | 0,9 | 9,3 | 9,3 |
| 2004 | 356,1 | 195,0 | 354,5 | 391,5 | 513,0 | 487,4 | 309,0 | 353,6 | | | |
| ENE | 355,2 | 192,6 | 349,6 | 383,4 | 491,4 | 481,6 | 306,4 | 349,4 | 0,3 | 0,3 | 5,5 |
| FEB | 354,8 | 193,3 | 350,1 | 386,9 | 492,6 | 481,4 | 308,0 | 349,9 | 0,1 | 0,5 | 3,8 |
| MAR | 355,8 | 193,6 | 351,5 | 386,5 | 500,7 | 488,4 | 308,0 | 351,5 | 0,5 | 0,9 | 3,0 |
| ABR | 353,9 | 193,5 | 352,6 | 388,5 | 501,3 | 488,5 | 306,7 | 350,9 | -0,2 | 0,7 | 1,6 |
| MAY | 354,0 | 194,4 | 353,8 | 389,9 | 507,3 | 488,5 | 306,1 | 351,7 | 0,2 | 1,0 | 3,1 |
| JUN | 359,4 | 194,7 | 355,5 | 390,4 | 514,2 | 488,7 | 306,8 | 354,8 | 0,9 | 1,9 | 5,5 |
| JUL | 360,4 | 193,0 | 356,1 | 394,0 | 513,5 | 488,7 | 307,3 | 355,4 | 0,2 | 2,0 | 6,4 |
| AGO | 373,4 | 193,3 | 356,3 | 394,2 | 511,8 | 488,8 | 308,9 | 360,7 | 1,5 | 3,6 | 8,3 |
| SEP | 359,2 | 196,6 | 357,3 | 396,9 | 512,0 | 488,4 | 309,9 | 355,9 | -1,3 | 2,2 | 6,7 |
| OCT | 349,9 | 197,6 | 357,0 | 395,8 | 517,4 | 488,5 | 310,8 | 352,8 | -0,9 | 1,3 | 3,6 |
| NOV | 343,6 | 198,5 | 357,0 | 395,9 | 538,0 | 488,4 | 313,2 | 352,3 | -0,1 | 1,1 | 2,1 |
| DIC | 353,7 | 199,2 | 357,3 | 395,6 | 555,2 | 488,4 | 316,2 | 358,1 | 1,6 | 2,8 | 2,8 |
| 2005 | 371,4 | 204,7 | 369,0 | 405,0 | 622,3 | 500,9 | 319,3 | 374,3 | | | |
| ENE | 357,6 | 200,3 | 359,3 | 397,0 | 557,4 | 488,5 | 317,9 | 360,6 | 0,7 | 0,7 | 3,2 |
| FEB | 360,3 | 200,6 | 360,5 | 397,6 | 567,2 | 488,4 | 317,4 | 362,6 | 0,6 | 1,3 | 3,6 |
| MAR | 368,6 | 201,6 | 362,4 | 397,4 | 569,9 | 502,7 | 316,2 | 366,9 | 1,2 | 2,5 | 4,4 |
| ABR | 371,8 | 202,5 | 366,4 | 397,5 | 599,4 | 503,8 | 317,3 | 371,5 | 1,3 | 3,7 | 5,9 |
| MAY | 376,4 | 204,1 | 370,2 | 404,1 | 628,1 | 504,1 | 318,8 | 376,9 | 1,5 | 5,2 | 7,2 |
| JUN | 373,2 | 205,4 | 371,3 | 404,7 | 632,8 | 504,3 | 319,2 | 376,4 | -0,1 | 5,1 | 6,1 |
| JUL | 372,3 | 207,0 | 372,0 | 409,2 | 654,3 | 504,7 | 319,3 | 378,2 | 0,5 | 5,6 | 6,4 |
| AGO | 368,4 | 207,6 | 372,9 | 411,6 | 663,7 | 503,9 | 319,4 | 377,7 | -0,1 | 5,5 | 4,7 |
| SEP | 377,9 | 208,4 | 374,2 | 414,9 | 669,6 | 503,7 | 322,6 | 382,8 | 1,4 | 6,9 | 7,6 |
| OCT | 387,2 | 209,6 | 380,3 | 416,0 | 680,5 | 504,8 | 324,5 | 389,0 | 1,6 | 8,6 | 10,3 |
| NOV | 401,3 | 210,5 | 383,8 | 418,0 | 683,6 | 504,9 | 325,1 | 395,7 | 1,7 | 10,5 | 12,3 |
| DIC | 395,0 | 211,1 | 385,4 | 418,1 | 678,4 | 504,9 | 326,1 | 393,4 | -0,6 | 9,9 | 9,9 |
| 2006 | 427,8 | 218,0 | 394,5 | 426,1 | 687,1 | 514,4 | 333,3 | 411,3 | | | |
| ENE | 406,6 | 212,2 | 387,8 | 419,0 | 677,8 | 505,4 | 328,1 | 398,9 | 1,4 | 1,4 | 10,6 |
| FEB | 415,3 | 213,8 | 388,9 | 420,7 | 680,0 | 506,5 | 330,0 | 403,3 | 1,1 | 2,5 | 11,2 |
| MAR | 428,5 | 215,2 | 390,3 | 421,4 | 679,2 | 515,3 | 330,8 | 409,3 | 1,5 | 4,0 | 11,6 |
| ABR | 431,0 | 216,7 | 391,3 | 424,8 | 680,8 | 515,6 | 331,5 | 411,0 | 0,4 | 4,5 | 10,6 |
| MAY | 425,4 | 217,5 | 393,1 | 424,7 | 688,5 | 515,5 | 331,7 | 409,8 | -0,3 | 4,2 | 8,7 |
| JUN | 417,2 | 219,3 | 396,5 | 426,2 | 692,1 | 515,7 | 333,3 | 408,0 | -0,4 | 3,7 | 8,4 |
| JUL | 414,4 | 219,5 | 396,9 | 426,4 | 692,9 | 515,7 | 333,5 | 407,2 | -0,2 | 3,5 | 7,7 |
| AGO | 414,9 | 219,9 | 398,3 | 427,1 | 694,1 | 516,1 | 335,0 | 408,0 | 0,2 | 3,7 | 8,0 |
| SEP | 430,2 | 220,8 | 399,6 | 429,4 | 692,9 | 516,7 | 336,7 | 414,7 | 1,6 | 5,4 | 8,3 |
| OCT | 450,9 | 221,4 | 398,8 | 433,0 | 690,8 | 518,0 | 337,9 | 422,9 | 2,0 | 7,5 | 8,7 |
| NOV | 471,9 | 221,4 | 398,1 | 434,4 | 688,6 | 518,3 | 338,2 | 430,9 | 1,9 | 9,5 | 8,9 |