



Informe de Inflación



GERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Federación Rusa y Sargento Marecos

www.bcp.gov.py

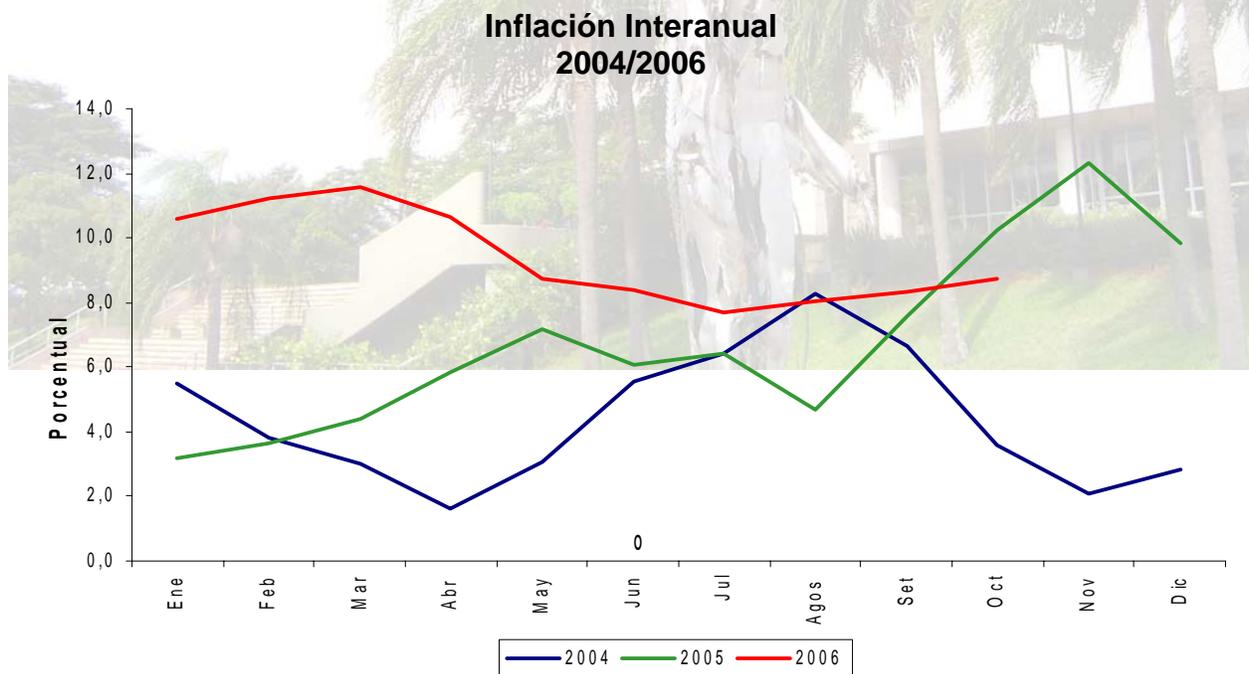
webmaster@bcp.gov.py

Asunción-Paraguay

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

I. INFLACIÓN: RESULTADO GENERAL

La inflación del mes de octubre del año 2006, medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC), fue **2%**, mayor a la tasa del **1,6%** observada en el mismo mes del año anterior. Con este resultado, la inflación acumulada en el año se sitúa en **7,5%**, por debajo del **8,6%** registrado en igual período del año 2005. La inflación interanual, por su parte, asciende al **8,7%**, mayor al **8,3%** observado en el mes de setiembre del corriente año, pero menor al **10,3%** registrado en el mes de octubre del año 2005.





II. PRINCIPALES ASPECTOS DE LA INFLACIÓN

El comportamiento de los precios de consumo en el mes de octubre del corriente año se encuentra sobredeterminado por la agrupación Alimentación, la cual a su vez responde en aproximadamente 70% a los aumentos registrados en el precio de la carne vacuna. Cabe destacar que en los últimos días de la primera quincena de octubre, y durante la segunda quincena del mismo mes, se observó una estabilización en los precios de la carne vacuna, incluso con leves reducciones de precios en la mayor parte de los cortes que integran la canasta. Este comportamiento en cierta medida estuvo asociado al inicio de los trámites para la importación de carne vacuna sin hueso desde la Argentina (concretado hacia finales del mes), sumado a una reducción temporal de la compra de ganado en pie por parte de las empresas vinculadas al sector exportador. No obstante, las cotizaciones de la carne vacuna en el mes de octubre terminaron, en promedio, por encima de los precios verificados en el mes de setiembre del corriente año.



EVOLUCIÓN DEL IPC 2005/2006

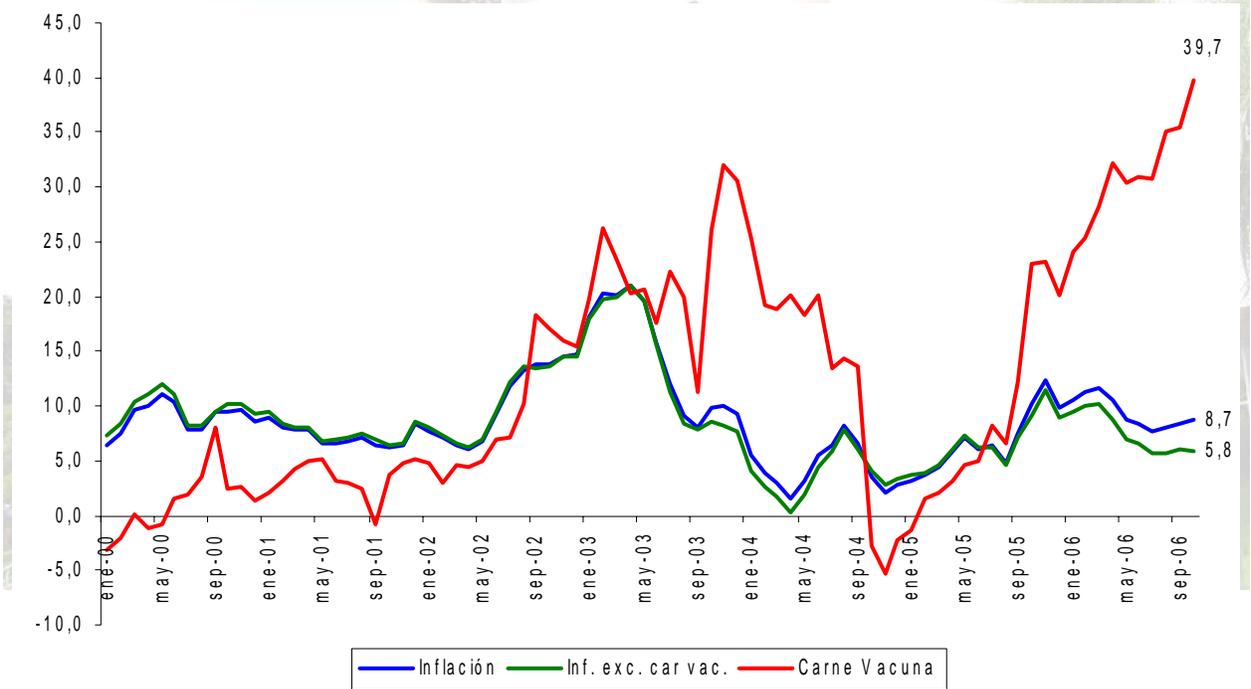
TASA DE VARIACIÓN (%)						
MES	MENSUAL		ACUMULADA		INTERANUAL	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Enero	0,7	1,4	0,7	1,4	3,2	10,6
Febrero	0,6	1,1	1,3	2,5	3,6	11,2
Marzo	1,2	1,5	2,5	4,0	4,4	11,6
Abril	1,3	0,4	3,7	4,5	5,9	10,6
Mayo	1,5	-0,3	5,2	4,2	7,2	8,7
Junio	-0,1	-0,4	5,1	3,7	6,1	8,4
Julio	0,5	-0,2	5,6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

El alza promedio de los cortes vacunos fue del 13,5%, variación que sumada a su importancia relativa en la canasta de bienes y servicios explica la fuerte incidencia inflacionaria de la carne vacuna. Esta suba se encuentra altamente correlacionada con el persistente aumento de su demanda externa, denotando esto una insuficiente oferta de ganado en pie para seguir abasteciendo los dos mercados, el interno y el externo, sobretodo a precios más estable.



En opinión de agentes del sector, esto plantea la necesidad de aumentar la producción, por un lado, a través de inversiones de corto plazo en el sector ganadero de tal forma a incrementar la productividad mediante el aumento de la marcación de terneros, incremento de la ganancia diaria de peso y la disminución de la mortandad, y por el otro lado, mediante inversiones a mediano y largo plazo conducentes al crecimiento del hato ganadero, lo cual implica el aumento de la superficie ganadera, incremento del rendimiento (mayor carga animal, más kilos producidos por unidad de superficie) y la aplicación de sistemas intensivos de engorde.

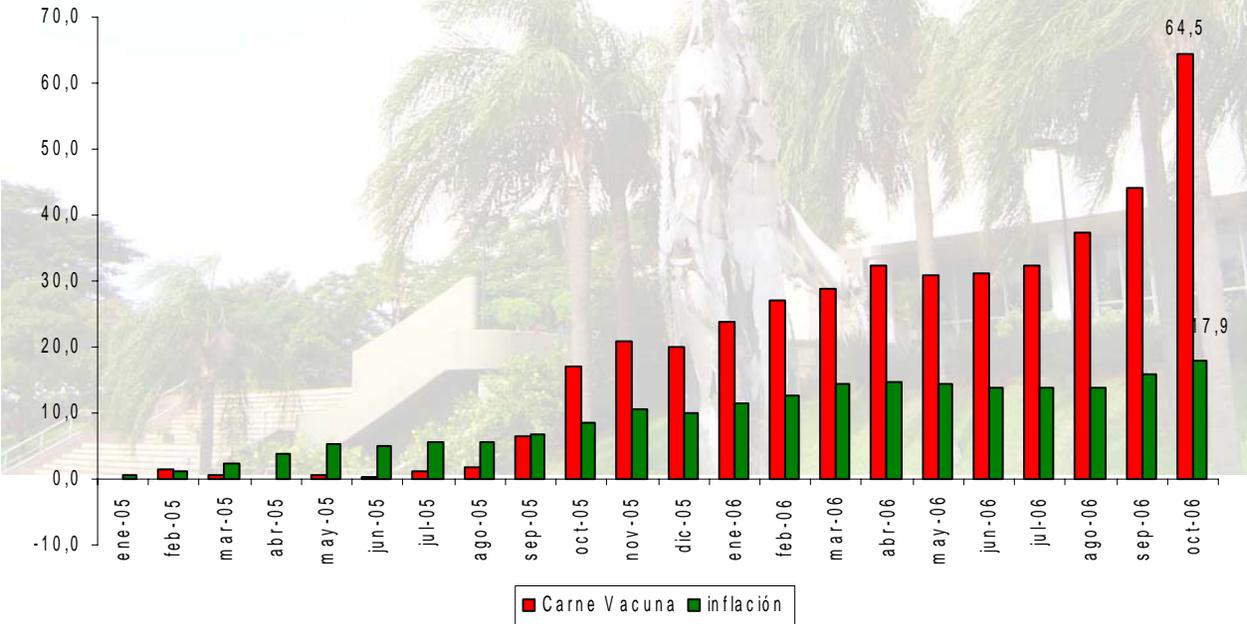
Inflación total, Inflación total menos carne vacuna y carne vacuna Interanual





Es necesario mencionar que las subas verificadas en la carne vacuna, a diferencia de las frutas y verduras, afectan tanto a la inflación total como a la inflación subyacente. No obstante, si realizamos el ejercicio de excluir del cálculo de la inflación total a este rubro¹, se observa que este indicador en el mes de octubre de 2006 presenta un comportamiento interanual del 5,8% (menor al 8,7% de la inflación total), mientras que el acumulado del año del mismo indicador es del 4,7% (menor al 7,5%). En otras palabras, el aumento de precios en los que va del año responde fuertemente a un cambio en precio relativo, y este comportamiento, como se mencionó anteriormente, responde a la mayor demanda externa del producto.

**Inflación total y carne vacuna
Variación acumulada enero 2005-octubre 2006**



¹ La carne vacuna presenta al mes de octubre una variación acumulada del 36,3% e interanual del 39,7%.

Por otro lado, también durante el presente mes se observaron aumentos en el precio de la harina y sus derivados. Esto, sobre la base de consultas al sector, estaría relacionado con el aumento del precio del trigo debido a una menor producción interna, sumado a una mayor demanda externa. Cabe destacar que este comportamiento al alza en el precio del trigo se verifica también a nivel mundial debido a una reducción de la producción de los principales productores. Se estima una caída en la producción mundial en torno al 40% debido a factores climáticos adversos. En la región, el país más afectado es Brasil, con pérdidas bastante importantes. Por su parte, Argentina, habitual proveedor de trigo en la región, no registró pérdidas pero ante la creciente demanda externa se vaticina que los precios internos podrían verse afectados, por lo que es probable que Argentina aplique algunas medidas comerciales a la exportación del trigo. Asimismo, se señala que el problema que se presenta específicamente en nuestro país es similar a lo que ocurre en Argentina, y se relaciona con la caída de la producción mundial de trigo, principalmente de Brasil, que se convirtió en un importador neto de trigo. Dicha situación está afectando el mercado interno paraguayo, puesto que, según se mencionó, aumentaron las ventas al Brasil, por lo que esto impacta en los precios de los productos derivados.

Adicionalmente, es necesario mencionar que durante el presente mes se esperaba un efecto contractivo sobre el IPC como consecuencia de una reducción de precios de los rubros volátiles de la canasta. No obstante, éstos continuaron aumentando durante el mes de octubre debido principalmente a un menor ingreso externo de ciertos rubros desde países vecinos, limitando la oferta al mercado doméstico con un efecto directo en los precios al consumidor.



Asimismo, 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.

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 octubre se destaca principalmente la tasa observada en la agrupación de Alimentación. Esta agrupación registró una incidencia inflacionaria del **97,9%**, representando una variación ponderada del **1,9%** en la inflación mensual total. Entre las agrupaciones que presentaron variaciones positivas, aunque bastante leves, se mencionan a Gastos en Salud y Gastos Varios. La primera de las agrupaciones citadas tuvo un impacto inflacionario del **2%**, representando una variación ponderada del **0%**, mientras que Gastos Varios tuvo una incidencia inflacionaria del **2,5%**, con una variación ponderada del **0%**.





Octubre 2006						
<u>AGRUPACIÓN</u>	<u>Incidencia Inflacionaria</u>					
	<u>Mensual</u>		<u>Acumulado</u>		<u>Interanual</u>	
Alimentación	1,9	97,9	5,6	74,1	6,4	73,4
Vestido y Calzado	0,0	0,7	0,2	3,0	0,3	3,0
Vivienda	0,0	-2,0	0,7	9,5	1,0	11,4
Gastos en Salud	0,0	2,0	0,2	2,4	0,2	2,4
Transporte	0,0	-1,9	0,2	3,1	0,2	2,2
Educación y Lectura	0,0	0,8	0,1	1,9	0,1	1,6
Gastos Varios	0,0	2,5	0,5	6,1	0,5	6,0
ÍNDICE GENERAL	2,0	100,0	7,5	100,0	8,7	100,0

IV. INFLACIÓN SUBYACENTE

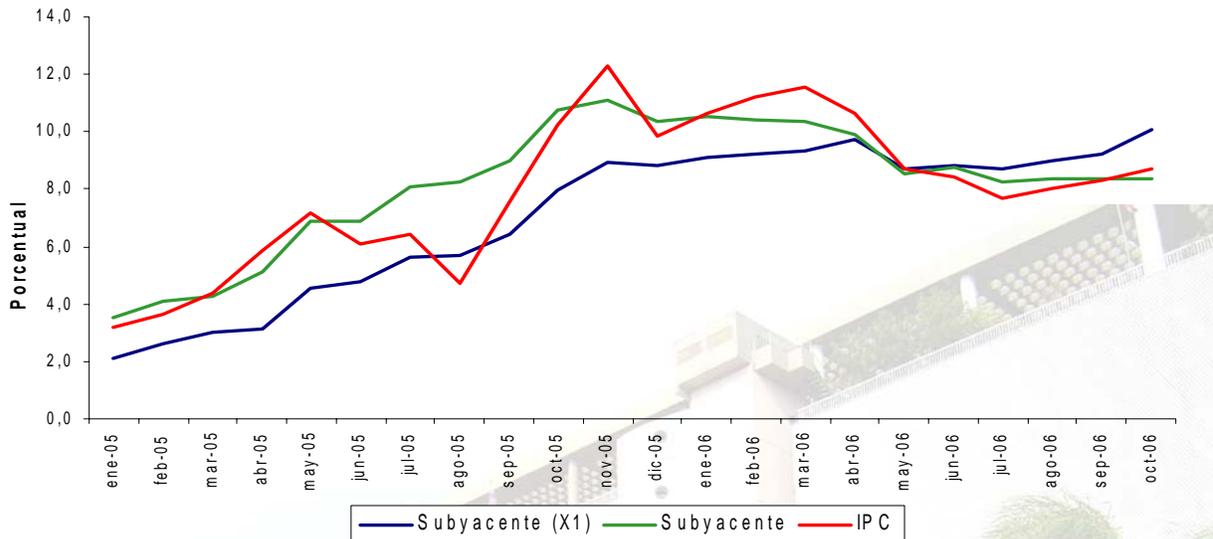
La **inflación subyacente**³ durante el mes de octubre de 2006 registró una variación del **1,6%**, menor al **2%** observada en la inflación total. A su vez, la **inflación subyacente(X1)**, que además de excluir a las frutas y verduras no incorpora los servicios tarifados y combustibles, presentó una tasa del **2,2%**.

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 **7,5%**, inflación subyacente **6,9%** e inflación subyacente (X1) **8,1%**.

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.

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 **8,7%**, inflación subyacente **8,4%** e inflación subyacente (X1) **10,1%**.

AGRUPACIÓN	Octubre 2005			Octubre 2006		
	Tasa de Inflación			Tasa de Inflación		
	Mens.	Acum.	Inter.	Mens.	Acum.	Inter.
Frutas y Verduras	1,5	6,1	4,0	6,8	16,8	13,4
Servicios Tarifados	0,0	12,1	19,2	0,0	0,4	0,4
Combustibles	7,5	28,7	30,9	-1,1	5,4	4,6
Subyacente (X1)	1,4	6,8	8,0	2,2	8,1	10,1
Subyacente	1,6	8,8	10,8	1,6	6,9	8,4
IPC	1,6	8,6	10,3	2,0	7,5	8,7

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 **1,9%**, mayor a la tasa del **1,8%** registrada en el mismo mes del año anterior. A su vez, la inflación acumulada para este tipo de bienes ascendió al **7,7%**, por debajo del **8,2%** observado durante el mismo período del año 2005. Con respecto a la inflación interanual, la misma ascendió al **9,6%**, por encima del **9,5%** observado durante el mes setiembre del 2006, y menor al **10,2%** registrado en octubre del año anterior.

Inflación en Bienes Nacionales e Importados e Inflación Total Interanual



Por otro lado, la inflación mensual de los bienes de consumo importados alcanzó una tasa del **2,2%**, superior al **0,9%** verificado en el mismo mes del año 2005. La inflación acumulada para este tipo de bienes fue del **6,6%**, por debajo del **10,6%** observado en igual período del año 2005. La inflación interanual, por su parte, se ubicó en **5,3%**, mayor al **3,9%** registrado en setiembre del corriente año, y menor al **10,4%** registrada en octubre del año 2005.

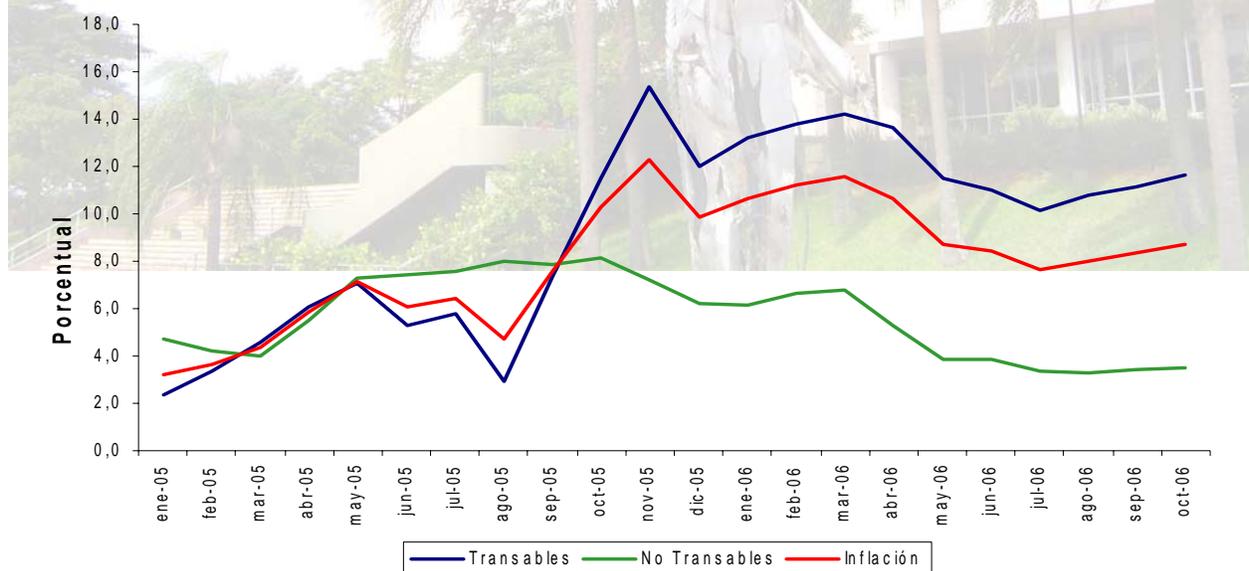
Además, se puede mencionar que la inflación mensual de los bienes nacionales (sin frutas y verduras) fue del **2%**, mientras que la inflación mensual de los bienes importados (sin frutas y verduras) fue del **-0,2%**.

VI. INFLACIÓN EN BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES

La inflación mensual de los bienes transables fue del **2,9%**, superior al **2,4%** registrado en el mismo mes del año anterior. Así, la tasa de inflación acumulada ascendió al **10%**, menor al **10,3%** observada en el mismo período del año 2005. Por otro lado, la inflación interanual asciende al **11,6%**, superior a la tasa del **11,1%** verificada en el mes de setiembre del 2006, y también por encima del **11,5%** observada en octubre del año 2005.

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%**, inferior al **5,7%** obtenido en igual período del año 2005. La inflación interanual, por su parte, alcanzó una tasa del **3,5%**, levemente superior al **3,4%** observada en setiembre del 2006, y por debajo al **8,1%** obtenido en el mes de octubre del año anterior.

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



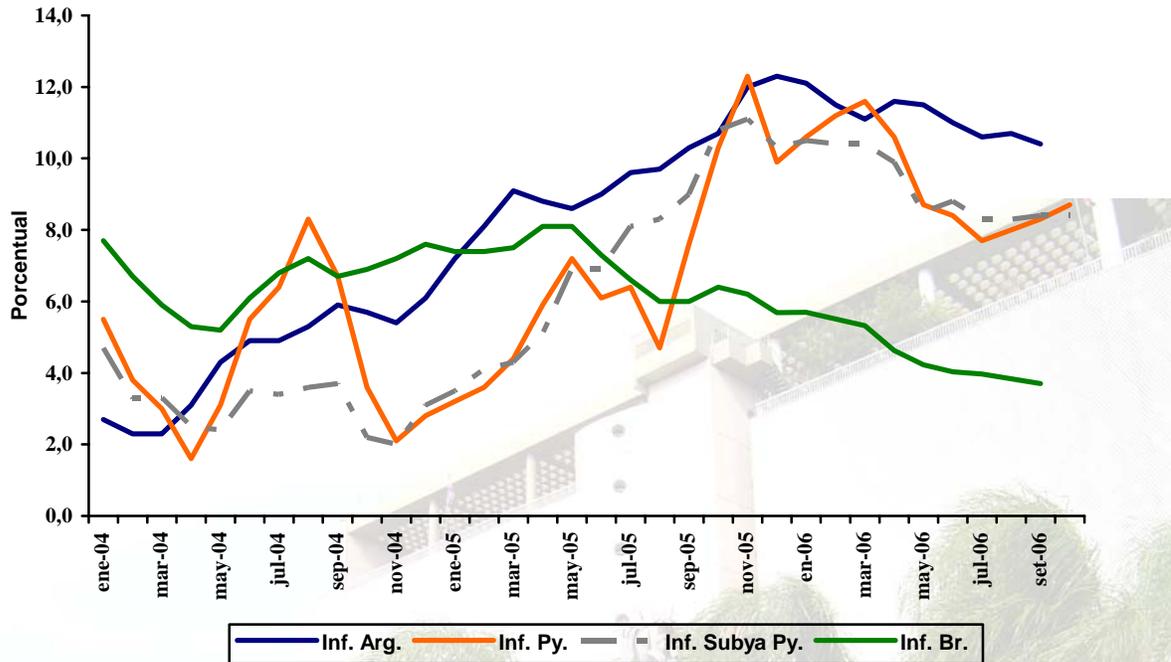
VII. COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES⁴

La inflación minorista en Argentina continuó desacelerándose. El Índice de Precios al Consumidor (IPC) acumuló subas de 2,1% en el tercer trimestre y 7,1% en los primeros 9 meses del año, situándose en ambos casos por debajo de lo observado en 2005 y de lo esperado por el mercado. La variación interanual descendió así hasta 10,4% en setiembre, ubicándose 1,9 puntos porcentuales (p.p.) por debajo del aumento registrado en diciembre de 2005.

La desaceleración del IPC respondió principalmente a la evolución de la inflación subyacente (medida por el IPC Resto), que ascendió a 7,7% en lo que va del 2006, luego de haber aumentado 10,3% en igual período del año pasado. Los precios de los bienes y servicios regulados siguieron contenidos, exhibiendo una suba de 2,3% hasta el tercer trimestre de 2006, inferior a la registrada en igual lapso de 2005 (2,7%). La reducción de la inflación subyacente se vio reflejada en la evolución de tres aspectos diferenciados. Por un lado, se verificó una menor difusión de las subas de precios, sobretudo en el conjunto de los bienes, donde la cantidad de rubros que registraron alzas mensuales pasó de representar 84% del total en marzo a 69% en setiembre. Por otro lado, los incrementos registrados en el IPC Resto fueron de menor magnitud, dado el descenso en la mediana de las alzas mensuales. Por último, la cantidad de rubros que evidencian incrementos de precios de manera sostenida (persistencia) también registró una caída.

⁴ Extractado de: Informe de Inflación, BCRA, Cuarto trimestre de 2006; Informe Monetario, agosto de 2006, BCRA; y Relatório de Inflacao, setembro 2006, Banco Central del Brasil.

Inflación interanual de los principales socios comerciales Interanual



No obstante estas mejoras, la difusión, magnitud y persistencia de la inflación todavía se mantienen en niveles elevados. Asimismo, al considerarse los diferentes rubros que componen el IPC, la menor inflación en relación a los primeros nueve meses del año pasado se concentró principalmente en el rubro Alimentos y Bebidas, influida por la evolución del precio de la carne vacuna.

Las menores tasas de variación del IPC contribuyeron a que las expectativas de inflación siguieran disminuyendo. Según el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), el mercado prevé que los precios minoristas se eleven 9,8% interanual en diciembre, marcando un nuevo descenso en relación a las expectativas de junio y enero (11,4% y 13%, respectivamente).

Para el cuarto trimestre, si bien las variaciones mensuales del IPC exhibirán una leve aceleración vinculada mayormente a cuestiones estacionales, la inflación interanual continuará descendiendo para finalizar el año dentro de las bandas previstas en el Programa Monetario (8% y 11%).

En 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. El Banco Central de la República Argentina (BCRA) está comprometido con el objetivo de estabilidad de precios en un marco en el que los cambios estructurales que ha experimentado nuestra economía en los últimos años hacen que los rezagos con que opera la política monetaria se extiendan y los mecanismos de transmisión se reconstruyan en el tiempo.

Por su parte, la economía Brasileña exhibe una inflación interanual del 3,70% al mes de setiembre de 2006 (también menor al 3,84% del mes de agosto 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.

Según la encuesta del Banco Central de Brasil (BCB), el mercado espera que los precios se eleven 3% este año y 4,3% el próximo⁶, tasas que se encuentran por debajo del centro de la meta de 4,5% estipuladas por el CMM para 2006 y 2007. En los próximos dos años se mantendría la presente meta de inflación con los rangos actuales.

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

En el mes de julio como en agosto el Comité de Política Monetaria (Copom) del BCB redujo su tasa de referencia Selic en 0,50 p.p. y la llevó hasta 14,25% anual. De esta forma acumula una caída de 5,50 p.p. desde que comenzó el “ciclo bajista” en setiembre de 2005. Según la encuesta del BCB, el proceso de flexibilización de la política monetaria seguirá, de manera que la tasa de interés de referencia finalizaría el año 2006 en 13,5% y 2007 en 12,5%, los menores niveles desde la existencia de la tasa Selic como tasa de referencia.

Inflación interanual de los principales socios comerciales 2006

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

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

VIII. POLÍTICA MONETARIA Y DE TIPO DE CAMBIO ¹⁰

En el contexto de una vigorosa demanda mundial, el crecimiento se vio estimulado por las dos principales alteraciones que afectaron a las economías de mercado emergente en el período analizado: un nuevo incremento generalizado de los precios de las materias primas y la mayor demanda de activos de estos países. Sin embargo, estas dos perturbaciones inclinan los riesgos hacia un aumento de la inflación, lo que plantea ciertos retos para la política monetaria. Los elevados precios de las materias primas tienden a aumentar directamente la inflación, tanto para los países

⁶ A diferencia del BCB, según Latin Focus Consensus Forecast la inflación anual sería de 3,9% y 4,4%, respectivamente.

⁷ Fuente: IBGE (Índice de Precios al Consumidor Amplio-IPCA)

⁸ Excluye de la canasta del IPC las frutas y verduras.

⁹ Excluye de la canasta del IPC además de las frutas y verduras, los servicios tarifados y los combustibles.

¹⁰ 76º Informe Anual, 1 de abril de 2005-31 de marzo de 2006. Basilea, 26 de junio de 2006. Banco de Pagos Internacionales.

que las exportan como para aquellos que las importan, aunque los primeros también ven potenciados sus ingresos. La mayor demanda exterior de activos de mercados emergentes también tiende a estimular la demanda agregada y podría generar inflación a través de la relajación de las restricciones a la financiación. El margen de capacidad ociosa se ha estrechado y, en algunos casos, los mercados de trabajo se han tensado. Aunque la inflación se ha mantenido en general baja, en algunos países se han producido subidas acentuadas y los riesgos inflacionistas se han hecho cada vez más claros.

El primer aspecto que complica la conducción de la política monetaria es la evaluación de las alteraciones sobre los precios relativos. Mientras las materias primas se han encarecido, los precios de las manufacturas en los mercados internacionales apenas lo han hecho. Si esta perturbación del precio de los productos básicos se previese reversible no constituiría una amenaza importante para la inflación subyacente, pero los cambios a más largo plazo en los precios relativos son más problemáticos, como bien ilustra la experiencia reciente. El encarecimiento de las materias primas ha abierto una brecha ente la inflación general y la subyacente que se ha mantenido durante un largo período, lo que plantea la cuestión de si las autoridades monetarias deberían conceder más importancia a los movimientos de la inflación subyacente o a los de la inflación general al medir los riesgos inflacionarios y formular la política monetaria.

Deben tomarse en consideración dos aspectos opuestos. El primero es que el encarecimiento de las materias primas está siendo bastante prolongado (aparentemente por el continuo reforzamiento de la demanda), ya ha elevado la inflación general y, en algún momento, podría influir sobre las expectativas de inflación. El segundo es que, a pesar de lo anterior, en buena parte de los mercados emergentes todavía no hay señales evidentes de mayores expectativas de inflación, ni las

consiguientes presiones sobre los salarios. Parece que en las economías emergentes se están produciendo cambios estructurales en el proceso de formación de precios similares a los observados en las economías desarrolladas. De hecho, los precios de los bienes y servicios (incluidos los salarios) parecen haberse vuelto menos sensibles a las perturbaciones provocadas por alteraciones específicas de precios o incluso a variaciones del nivel de utilización de la capacidad.

Estas consideraciones conllevan implicaciones contrapuestas a la hora de aplicar políticas. Por un lado, el persistente encarecimiento de las materias primas hace aconsejable trabajar sobre las expectativas, centrándose en la inflación general. Por otro, si el comportamiento de los precios ha variado de forma considerable, se haría necesaria una respuesta más contenida de las políticas, basada en el supuesto de que la inflación general acabará cayendo hasta los niveles de la subyacente.

Resulta difícil valorar si la inflación subyacente aumentará hasta los niveles de la general o si ésta caerá a los niveles de la subyacente. Para ello, habría que resolver si perduraran tanto la alteración de los precios de las materias primas como los cambios en el proceso de fijación de precios que parecen haber anclado los precios subyacentes hasta ahora. En cuanto al segundo interrogante, China es un elemento clave, al no registrar en la actualidad niveles de inflación muy bajos a pesar de que el crecimiento económico es lo suficientemente alto como para presionar al alza los precios mundiales de las materias primas. Ello podría explicarse por las notables ganancias de productividad en el sector manufacturero, que podrían resultar duraderas y tener efectos persistentes en los salarios y precios, tanto en China como en otros países.

Con este trasfondo de incertidumbre, las fluctuaciones de los precios relativos durante los últimos años han producido diferentes respuestas de política monetaria, con tendencia general al endurecimiento. Algunos productores de materias primas se han

centrado más en la inflación general que en la subyacente. Los tipos de interés oficiales de Brasil, Chile y México subieron en una fase relativamente temprana del proceso, evitando la erosión de los tipos de interés reales ex ante, a medida que aumentaban las previsiones inflacionistas. Por el contrario, el tipo de interés en Rusia se ha movido a la baja.

En este contexto, en tipo de cambio a menudo se ve sometido a intensas presiones alcistas en países con fuerte crecimiento de la demanda, superávit por cuenta corriente (gracias a la mejora de la relación real de intercambio) y cuantiosos flujos de entrada de capitales. Esto plantea un dilema a las autoridades, que pueden optar por permitir la apreciación de la moneda o tratar de prevenirla, relajando la política monetaria o interviniendo en los mercados de divisas. La apreciación de la moneda nacional podría mitigar los riesgos inflacionarios, atenuar los efectos del encarecimiento de las materias primas sobre los precios y los ingresos de los exportadores y reducir las presiones sobre la capacidad productiva en los países que experimentan una fuerte demanda. También podría suavizar la tendencia a relajar las condiciones de financiación en los países que reciben elevados flujos de capital. Sin embargo, apreciaciones rápidas o muy fuertes de la moneda pueden tener efectos adversos sobre la competitividad.

Evitar dicha apreciación relajando la política monetaria o interviniendo en los mercados de divisas puede tener otros inconvenientes. En regímenes con objetivo explícito de inflación, una política monetaria más laxa sólo sería apropiada cuando se espera que la apreciación de la moneda sitúe la inflación por debajo del objetivo. Distinto sería si la apreciación fuese una respuesta para compensar la expansión de las entradas de capital y las mejoras notorias de los términos de intercambio, ya que en tal caso la relajación de la política monetaria podría exacerbar los riesgos inflacionistas.

Si la presión sobre los tipos de cambio se considera pasajera (por ejemplo, si se espera que se reviertan algunos flujos de entrada de capitales o que la relación real de intercambio se reduzca más adelante), entonces las intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario pueden ser preferibles a la relajación de la política monetaria como forma de evitar la apreciación. Los problemas se acumulan, sin embargo, a medida que la intervención se prolonga, ya que se hace más difícil esterilizarla, lo que de nuevo provoca una laxitud indeseada en las condiciones de financiación internas e imprime un impulso inflacionista. Incluso aunque fueran esterilizadas completamente, las intervenciones a gran escala podrían distorsionar los mercados financieros nacionales, a causa del volumen de emisión de deuda que requeriría una completa esterilización.

Las soluciones al citado dilema han variado considerablemente en los distintos países, dependiendo hasta cierto punto de la manera en la que el régimen monetario de cada país ha influido en la respuesta de éste a las variaciones del tipo de cambio nominal. Algunos países, normalmente aquéllos con regímenes basados en objetivos de inflación, han optado por flexibilizar su tipo de cambio. Por ejemplo, entre los exportadores de materias primas donde se anticipaban presiones alcistas por la mejora en la relación real de intercambio, Brasil y Chile experimentaron apreciaciones significativas del tipo de cambio nominal entre principios de 2005 y comienzos de 2006, que se han reflejado en una apreciación significativa del tipo de cambio efectivo real. Esto contrasta con otros países que optaron por una mayor estabilidad de los tipos de cambio nominales, como Argentina y Rusia, cuyos regímenes monetarios pueden calificarse híbridos, y Arabia Saudita y Venezuela, con tipos de cambio fijos. Aún así, a excepción de Arabia Saudita, los tipos de cambio reales se han apreciado en estos países debido al incremento de la inflación. En Rusia, las autoridades han reconocido la necesidad de permitir una mayor apreciación del tipo de cambio nominal para contrarrestar el incremento de la liquidez y quitar fuerza al exceso de demanda.

Cabe preguntarse si puede demostrarse la influencia que han tenido para la inflación observada las diferencias en los regímenes de política monetaria y en la atención prestada a los tipos de cambio.

En este sentido, la respuesta es variada. Los países con objetivos explícitos de inflación, en los que el tipo de cambio se dejó fluctuar con relativa libertad, han registrado en general una tasa de inflación moderada. Dentro de este grupo, Corea muestra pocas señales de inflación en los precios de consumo, mientras que las tasas de inflación en Brasil y Turquía se han conseguido reducir hacia el objetivo desde niveles altos. En México la inflación ha disminuido hasta quedar comprendida en el intervalo objetivo por primera vez desde su adopción, y en Chile también se encuentra dentro del margen objetivo. Ambos países permitieron el ajuste de su tipo de cambio y elevaron pronto sus tipos de interés oficiales. En Colombia y Perú, países productores de materias primas también con objetivos de inflación, se han observado resultados similares.

No obstante, la mediana de la inflación de los países con regímenes de tipo de cambio fijo fue menor que en aquellos con objetivos explícitos. Tanto China como Arabia Saudita presentan situaciones extrañas, ya que la inflación de los precios de consumo ha permanecido muy baja en ambas, a pesar del rápido crecimiento y de los síntomas de liquidez elevada. Sin embargo, el anclaje del tipo de cambio no asegura siempre una inflación baja. Valga el ejemplo de Venezuela, donde el tipo de cambio fijo no ha impedido que se registre una inflación de dos dígitos.

Indicadores utilizados en diferentes regímenes de política monetaria
Mediana de los datos de los países para 2004-2005, excepto indicación en contrario

	Países con:		
	Objetivo de inflación /1	Regímenes híbridos /2	Objetivo de tipo de cambio /3
IPC general /4	3,9	7,0	2,9
Inflación con respecto al objetivo/socio /5	0,2		1,0
Tipo de interés real /6	2,4	0,7	1,1
Tipo de cambio efectivo nominal /4	3,8	0,2	-2,3
Reservas de divisas /4	12,5	16,4	18,5
Crédito del sector privado /4	15,2	24,8	29,4

/1 Brasil, Chile, Colombia, Corea, Filipinas, Hungría, México, Perú, Polonia, República Checa, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.
/2 Argentina, India, Indonesia, Rumania, Rusia, Singapur y Taiwán (China).
/3 Arabia Saudita, China, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hong Kong RAE, Letonia, Lituania, Malasia, Venezuela.
/4 Variación porcentual anual.
/5 Divergencia respecto del centro de los intervalos de objetivos de inflación o respecto del objetivo implícito de su principal socio (1,8 para la zona euro, 2,0 para EE. UU.), en puntos porcentuales.
/6 Tipo de interés del Banco Central o tipo de interés a corto plazo del mercado monetario, deflactados por las previsiones del IPC a un año vista realizadas por Consensus, interpolados.

Fuente: FMI; Bloomberg; Consensus Economics; Datastream; datos nacionales; cálculos del Banco de Pagos Internacionales.

La inflación más alta se registró en países con sistemas híbridos que no han adoptado plenamente objetivos de inflación o no utilizan un ancla nominal explícita. Algunos de ellos parecen conceder gran importancia a la estabilidad cambiaria, a juzgar por la pequeña variación de la mediana del tipo de cambio nominal. Estos países también han gozado de mayor liquidez que aquellos con objetivos explícitos de inflación.

Entre los países con sistemas híbridos, Argentina y Rusia han registrado inflación de dos dígitos, manteniéndose su tipo de cambio nominal relativamente estable. Su experiencia sugiere que realmente existen riesgos asociados a la resistencia a la apreciación como respuesta a las perturbaciones externas. En estos países, los datos de los precios industriales también muestran la inminencia de niveles significativos de inflación. Los precios administrados o controlados enmascaran un problema de inflación potencialmente más serio.

Pese a las medidas de endurecimiento adoptadas últimamente en algunos países, las perturbaciones externas recientes y las respuestas de política monetaria han venido acompañadas, en general, de condiciones financieras expansivas en las economías emergentes. Así se desprende de la persistencia de tipos de interés reales en niveles bajos, a pesar de la fortaleza de la actividad económica y de los significativos incrementos de los agregados monetarios amplios. Sin embargo, las cotizaciones bursátiles, que habían seguido un marcado recorrido al alza, se desplomaron en mayo de 2006 en varios países.

La principal conclusión es que, aunque ahora sean difíciles de observar, los riesgos inflacionarios en las economías de mercado emergentes han aumentado. La experiencia reciente también ha mostrado cómo puede afectar la política monetaria al sistema financiero. Intervenciones a gran escala o relajaciones monetarias prolongadas para mantener bajo el tipo de cambio puede afectar a los balances del sector privado, reducir los tipos de interés reales, acelerar el crecimiento del crédito y promover la acumulación de deuda. Los efectos de los desequilibrios resultantes, ya sea sobre la inflación o sobre el crecimiento, tardarán algún tiempo en dejarse sentir plenamente, pero serán mayores cuanto más tiempo se permita que continúe el estímulo monetario.

IX. ASPECTOS MONETARIOS

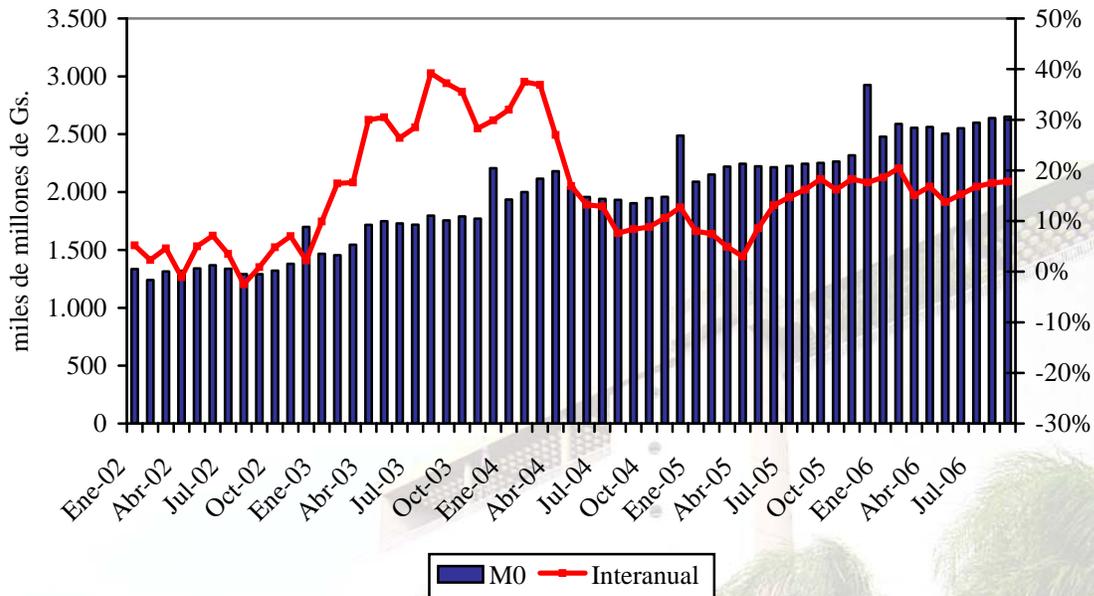
Factores que explican la dinámica del Agregado Monetario

Al mes de septiembre, los Billetes y Monedas en Circulación (M0) evidenciaron un crecimiento en torno a 17,8%, comportamiento que permanece prácticamente invariable desde marzo de 2006. Con este resultado el M0 se ubica por encima de los lineamientos de crecimiento establecido en el Programa Monetario del año corriente.

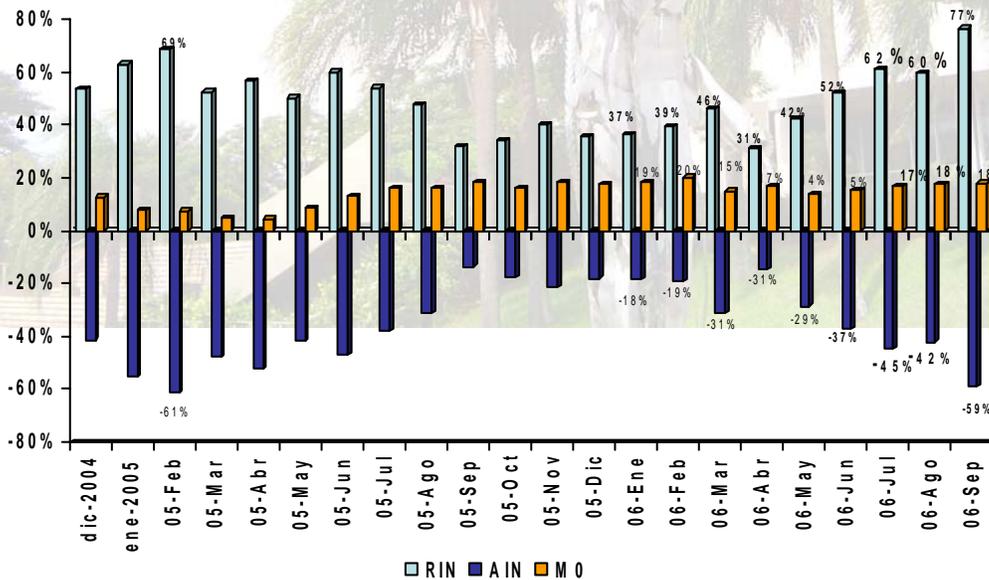
En general, la evidencia disponible sugiere que la liquidez existente sigue siendo más que abundante, confirmando con ello de que existen riesgos al alza para la estabilidad de precios a mediano y largo plazo.

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 septiembre en 76,7%, la que fue contenida por los Activos Internos Netos (AIN) en -58,7%.

Billetes y Moneda en Circulación Variación interanual



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



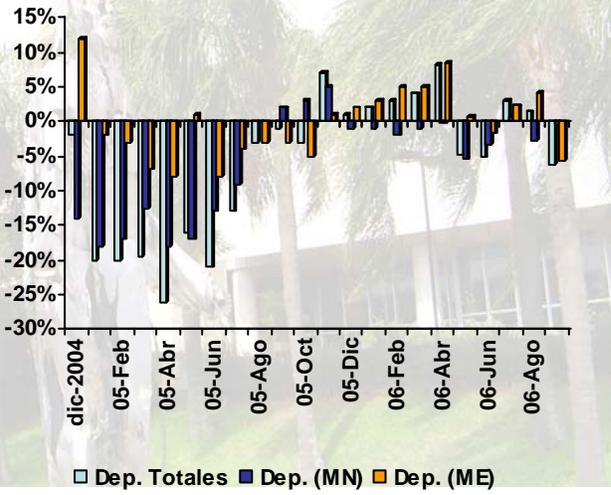
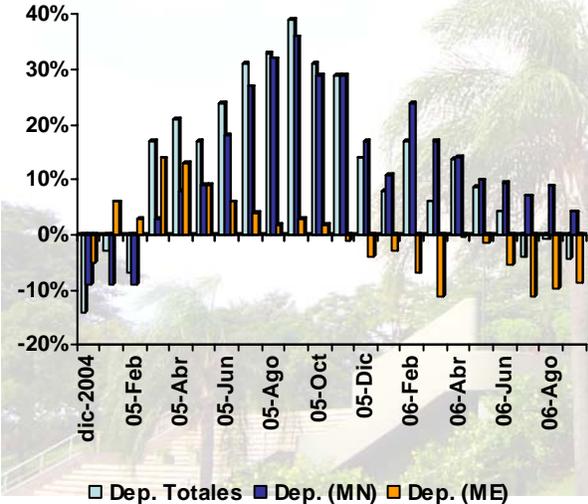


Al descomponer los Activos Internos Netos, vemos que el Crédito Neto al Sector Público, al mes de septiembre, atenuó la expansión del M0 debido al incremento de los depósitos de este Sector, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera que mantienen en cuenta corriente en el Banco Central. Esta posición expansiva es más que compensada por la colocación de instrumentos de deuda del Banco Central. Aunque la posición del Sector Financiero no influyó al incremento del M0, debido a un incremento de los depósitos en MN y la leve reducción de los depósitos en ME 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

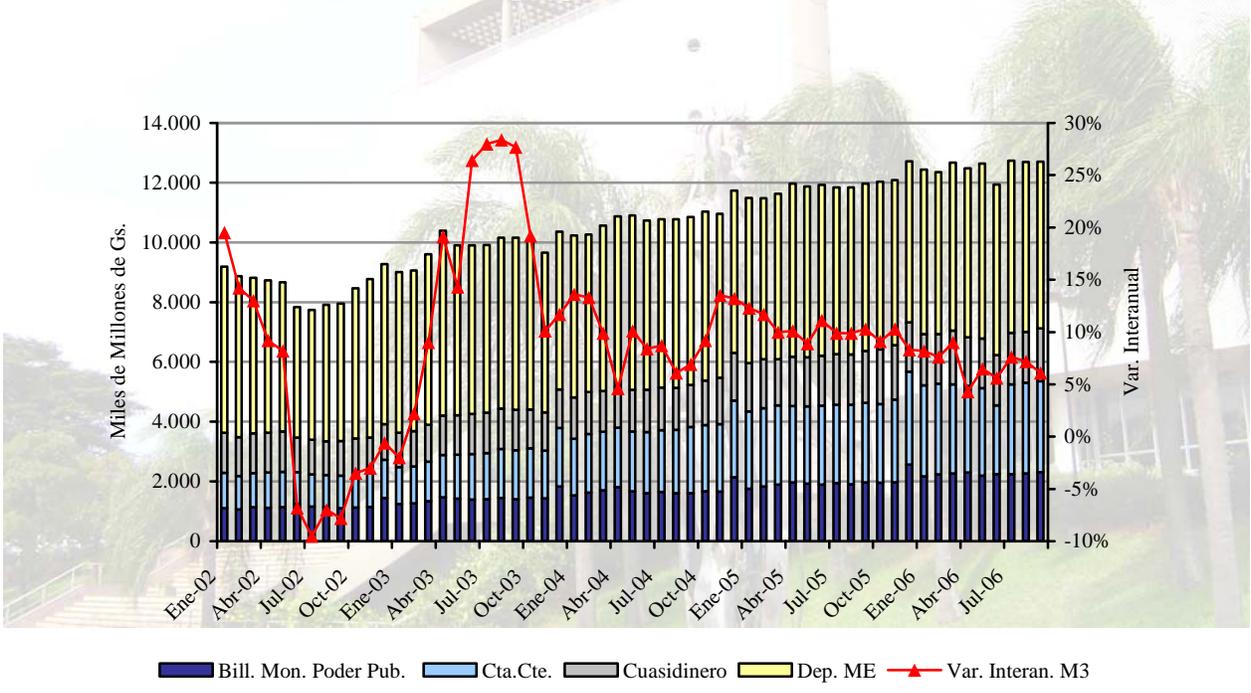




Evolución de los Agregados Monetarios Amplios¹¹

En el mes de septiembre de 2006, el Medio Circulante (M1)¹² registró una variación mensual de 0,9% mientras que en septiembre del año anterior la variación fue 1,4%. El comportamiento observado en el presente mes se explica por el incremento de los Billetes y Monedas en Poder del Público en 1,9% y apoyado levemente por el incremento de los depósitos en cuenta corriente en 0,1%. Por su parte, la variación interanual de este agregado monetario fue del 15,5% en septiembre del 2006, mientras que en el mismo periodo del año anterior fue 21,4%.

Evolución del Agregado Monetario Amplio (M3)



Fuente: Departamento de Estudios Monetarios y Financieros.

¹¹ Los datos de los agregados monetarios amplios son obtenidos con un mes de rezago.
¹² Billetes y Monedas en poder del público + Cuenta Corriente del Sector Privado en MN.

La Oferta Monetaria (M2), que además del M1 incorpora el Cuasidinero en MN, registró una variación de 1,6% y 11,9% en forma mensual e interanual, respectivamente. La variación del mes de septiembre es inferior a la registrada en el mismo mes del año anterior que fue 1,8%. El comportamiento mensual está explicado por el incremento mencionado del M1 (0,9%) y apoyado por el incremento del Cuasidinero en 3,6%. El desempeño mensual del Cuasidinero se debe al aumento de los Depósitos de Ahorro a la Vista en 6,8% y de los Certificados de Depósito de Ahorro (CDA) en 1,2%, también a la estabilidad de los Depósitos de Ahorro a Plazo.

La Oferta Monetaria Ampliada (M3), conformada por el M2 y los depósitos en ME expresados en MN, registró una variación mensual de 0,004%, siendo la variación interanual del 6,1%. El comportamiento mensual se debe al incremento mencionado del M2 (1,6%) y contrarrestado por la reducción de los depósitos en ME, expresados en MN, en 1,8%. Los depósitos en ME, expresados en USD, se redujeron en USD 13,4 millones (1,3%) en el mes y en términos interanuales registraron un incremento de USD 120,3 millones (13,1%).





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	423,4	217,6	394,2	425,3	686,9	514,1	332,9	409,3			
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