



# Informe de Inflación



GERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Federación Rusa y Sargento Marecos

[www.bcp.gov.py](http://www.bcp.gov.py)

[webmaster@bcp.gov.py](mailto:webmaster@bcp.gov.py)

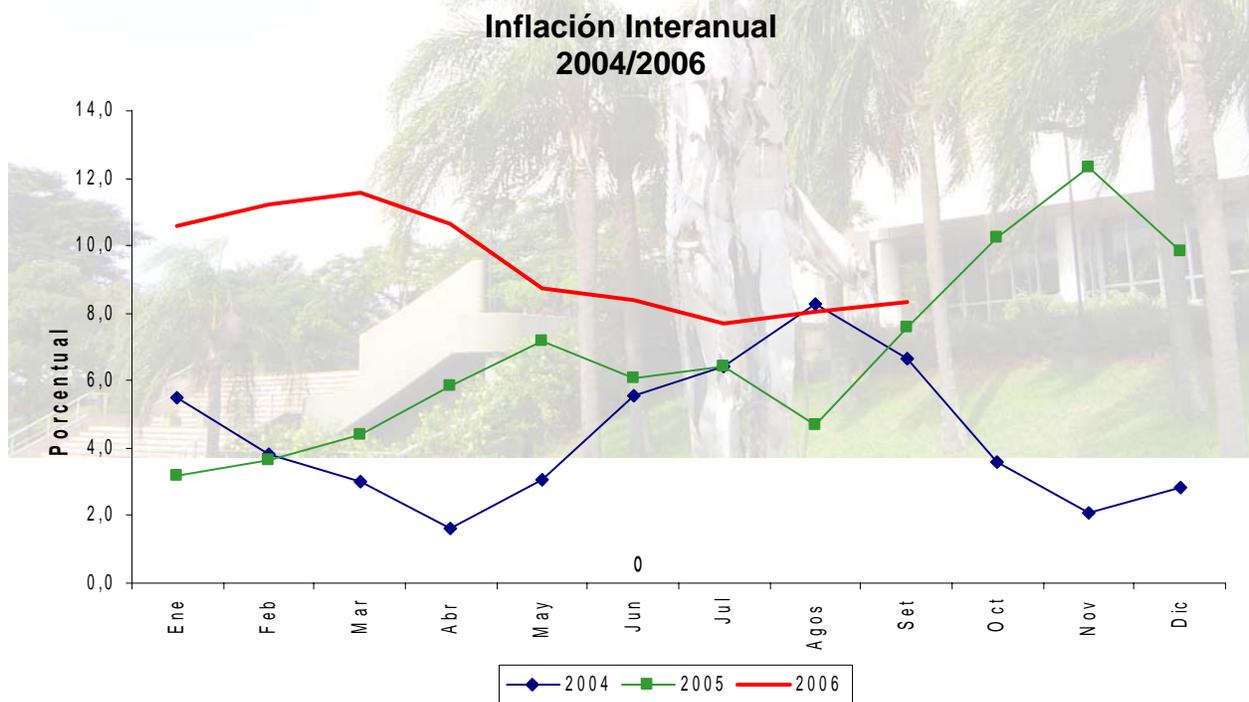
Asunción-Paraguay



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

### I. INFLACIÓN: RESULTADO GENERAL

La inflación del mes de setiembre del año 2006, medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC), fue **1,6%**, mayor a la tasa del **1,4%** observada en el mismo mes del año anterior. Con este resultado, la inflación acumulada en el año se sitúa en **5,4%**, por debajo del **6,9%** registrado en igual período del año 2005. La inflación interanual, por su parte, asciende al **8,3%**.



## II. PRINCIPALES ASPECTOS DE LA INFLACIÓN

Durante el mes de setiembre la inflación subyacente<sup>1</sup> observó una tasa del **0,6%**, sustantivamente menor a la inflación total del **1,6%**. El resultado inflacionario del mes de setiembre, responde en gran medida a las importantes subas experimentadas durante la primera y segunda semana del mes de análisis por los productos más volátiles de la canasta (fruti-hortícolas). El **65%** de la inflación del mes de setiembre está explicado por la volatilidad de precios de los productos frutihortícolas. En este sentido, los precios de estos bienes tuvieron una reducción de sus precios en los últimos 5 meses, y los incrementos de precios registrados durante el mes estuvieron principalmente concentrados en productos cuya oferta se complementa con importaciones, y cuyo ingreso desde los países vecinos fue objeto de una menor oferta. A partir de la cuarta semana del mes de setiembre, los precios de estos bienes volátiles convergieron nuevamente hacia sus valores exhibidos durante el mes de agosto, por lo que de mantenerse esta tendencia, se espera un efecto contractivo sobre el IPC en el mes de octubre, dada la corrección apuntada y el método de cálculo empleado en la elaboración del indicador de precios<sup>2</sup>.



---

<sup>1</sup> La inflación subyacente es aquella que se mide a partir de una canasta que excluye los precios de los bienes volátiles, como ser los precios de los productos frutihortícolas, debido a que estos precios no responden a las decisiones de política monetaria, sino más bien a las condiciones de la oferta de dichos bienes.

<sup>2</sup> Los precios de los productos frutihortícolas se recolectan cuatro veces en el mes, y el cálculo del índice implica la comparación de los precios de las cuatro semanas del mes de setiembre contra las cuatro semanas del mes de agosto, es decir, que se promedian los precios de los períodos comparados.

## 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		8,6		10,3	
Noviembre	1,7		10,5		12,3	
Diciembre	-0,6		9,9		9,9	

Por otro lado, se destaca la suba observada en el precio de la carne vacuna, que responden principalmente a un efecto arrastre, considerando que los principales aumentos en este rubro se verificaron durante la segunda quincena del mes de agosto y cuyo impacto es recogido por el IPC del mes de setiembre. Adicionalmente, se subrayan las reducciones de precio observadas durante la segunda quincena del mes en los bienes relacionados al petróleo (principalmente nafta). Esta tendencia es concomitante con la caída verificada en la cotización del crudo en los mercados mundiales.

En el mercado cambiario continúa la apreciación del tipo de cambio nominal (guaraní/dólar), acumulando en lo que va del año una apreciación del 12,2%. Este comportamiento del dólar (a nivel local e internacional) contribuye a la estabilidad de los precios de bienes transables<sup>3</sup> de la canasta.

### III. INCIDENCIA INFLACIONARIA

Con respecto a la incidencia inflacionaria<sup>4</sup>, de cada una de las agrupaciones que componen la canasta de bienes y servicios del IPC, en el resultado del mes de setiembre se destaca principalmente la tasa observada en la agrupación de Alimentación. Esta agrupación registró una incidencia inflacionaria del **90,9%**, representando una variación ponderada del **1,5%** en la inflación mensual total. Entre las agrupaciones que presentaron variaciones positivas se mencionan a Vivienda y Gastos Varios. La primera de las agrupaciones citadas tuvo un impacto inflacionario del **3,8%**, representando una variación ponderada del **0,1%**, mientras que Gastos Varios tuvo una incidencia inflacionaria del **3,9%**, con una variación ponderada del **0,1%**.



<sup>3</sup> Bienes cuya evolución de precios esta vinculada con el comercio exterior.

<sup>4</sup> 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.

Setiembre 2006

<u>AGRUPACIÓN</u>	<u>Incidencia Inflacionaria</u>					
	<u>Mensual</u>		<u>Acumulado</u>		<u>Interanual</u>	
Alimentación	1,5	90,9	3,5	64,6	5,3	63,9
Vestido y Calzado	0,0	1,1	0,2	3,9	0,3	3,4
Vivienda	0,1	3,8	0,8	14,0	1,4	16,6
Gastos en Salud	0,0	1,5	0,1	2,5	0,2	2,2
Transporte	0,0	-1,6	0,3	5,0	0,5	5,4
Educación y Lectura	0,0	0,3	0,1	2,3	0,1	1,7
Gastos Varios	0,1	3,9	0,4	7,7	0,6	6,8
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>1,6</b>	<b>100,0</b>	<b>5,4</b>	<b>100,0</b>	<b>8,3</b>	<b>100,0</b>

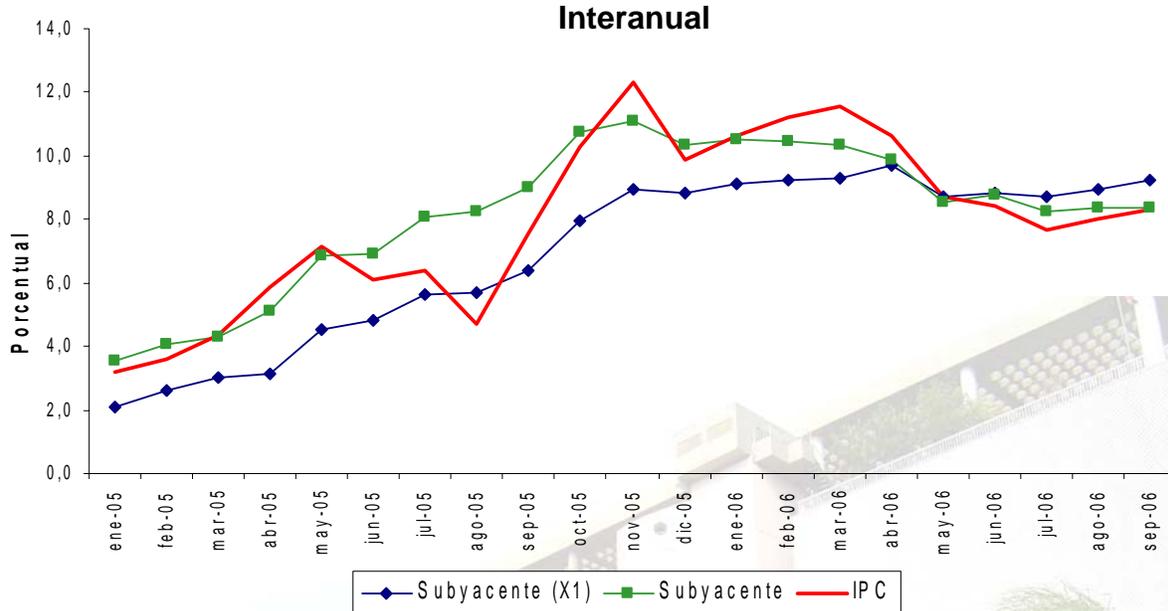
#### IV. INFLACIÓN SUBYACENTE

La **inflación subyacente**<sup>5</sup> durante el mes de setiembre de 2006 registró una variación del **0,6%**, menor al **1,6%** 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 **0,7%**.

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 **5,4%**, inflación subyacente **5,2%** e inflación subyacente (X1) **5,8%**.

<sup>5</sup> Excluye de la canasta del IPC las frutas y verduras.

## Inflación e inflación Subyacente



<b>AGRUPACIÓN</b>	<b>Setiembre 2005</b>			<b>Setiembre 2006</b>		
	<b>Tasa de Inflación</b>			<b>Tasa de Inflación</b>		
	<b>Mens.</b>	<b>Acum.</b>	<b>Inter.</b>	<b>Mens.</b>	<b>Acum.</b>	<b>Inter.</b>
Frutas y Verduras	13,9	4,6	-10,0	19,5	9,4	7,8
Servicios Tarifados	0,0	12,1	19,2	0,0	0,4	0,4
Combustibles	2,7	19,8	24,2	0,0	6,6	13,6
Subyacente (X1)	0,5	5,4	6,4	0,7	5,8	9,2
Subyacente	0,6	7,1	9,0	0,6	5,2	8,4
<b>IPC</b>	<b>1,4</b>	<b>6,9</b>	<b>7,6</b>	<b>1,6</b>	<b>5,4</b>	<b>8,3</b>

Por otro lado, las tasas interanuales recogidas por los diferentes indicadores de inflación fueron las siguientes: inflación total **8,3%**, inflación subyacente **8,4%** e inflación subyacente (X1) **9,2%**.

### **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.

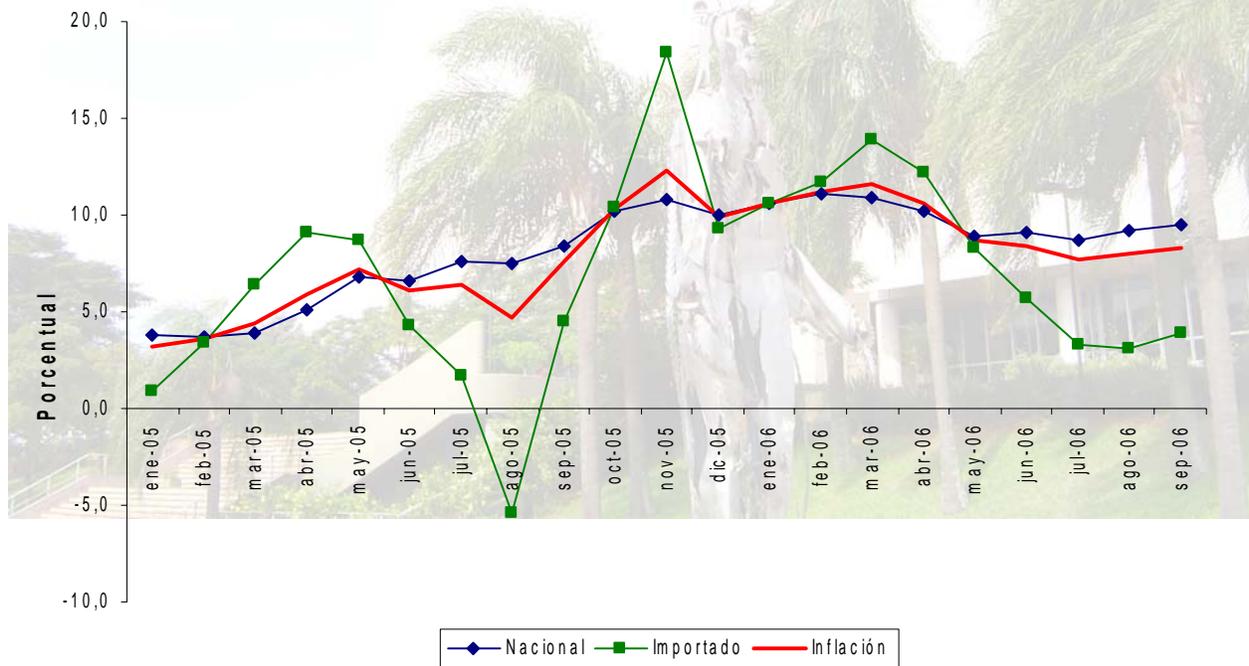
## **V. INFLACIÓN EN BIENES NACIONALES E IMPORTADOS**

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

Por otro lado, la inflación mensual de los bienes de consumo importados alcanzó una tasa del **5,6%**, superior al **4,8%** verificado en el mismo mes del año 2005. La inflación acumulada para este tipo de bienes fue del **4,3%**, por debajo del **9,7%** observado en igual período del año 2005. La inflación interanual, por su parte, se ubicó en **3,9%**, mayor al **3,1%** registrado en agosto del corriente año, y menor al **4,5%** registrada en setiembre del año 2005.

Además, se puede mencionar que la inflación mensual de los bienes nacionales (sin frutas y verduras) fue del **0,7%**, mientras que la inflación mensual de los bienes importados (sin frutas y verduras) no registró variación.

**Inflación en Bienes Nacionales e Importados e Inflación Total Interanual**

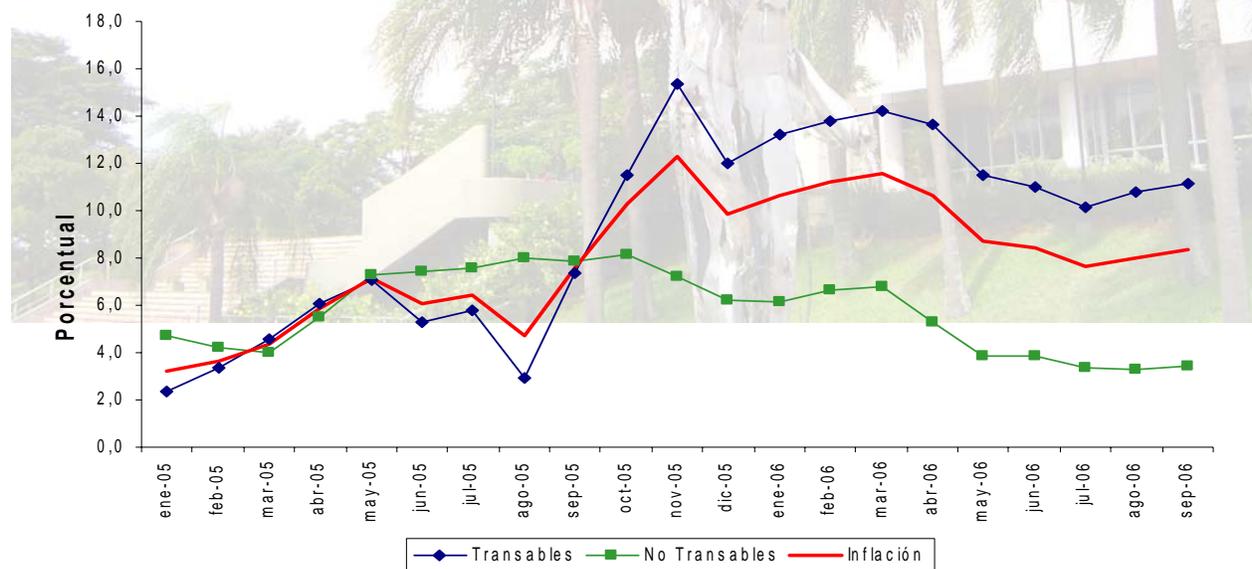


## VI. INFLACIÓN EN BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES

La inflación mensual de los bienes transables fue del **2,3%**, superior al **2%** registrado en el mismo mes del año anterior. Así, la tasa de inflación acumulada ascendió al **6,9%**, menor al **7,8%** observada en el mismo período del año 2005. Por otro lado, la inflación interanual asciende al **11,1%**, superior a la tasa del **10,8%** verificada en el mes de agosto del 2006, y también por encima del **7,4%** observada en setiembre 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 **2,7%**, inferior al **5,5%** obtenido en igual período del año 2005. La inflación interanual, por su parte, alcanzó una tasa del **3,4%**, levemente superior al **3,3%** observada en agosto del 2006, y por debajo al **7,9%** obtenido en el mes de setiembre del año anterior.

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





## VII. COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES<sup>6</sup>

En Argentina, la inflación al mes de agosto del año 2006 muestra niveles interanuales del 10,7% (levemente superior al 10,6% registrado en el mes de julio del corriente año).

**Inflación interanual de los principales socios comerciales  
Interanual**



Cabe destacar el nivel promedio de medios de pago (M2) en la economía argentina, conforme al Banco Central de la República Argentina (BCRA), se redujo 950 millones de pesos en agosto y se ubicó en 111.932 millones de pesos, mostrando una trayectoria acorde con la prevista en el Programa Monetario 2006. Así, el M2 continúa mostrando una marcada desaceleración en su tasa de crecimiento interanual que pasó de 24,8% a fines del año pasado a 19,9% este mes. La disminución mensual del M2 se explicó principalmente por la reducción en los depósitos a la vista, tanto públicos como

<sup>6</sup> Extractado de: Informe de Inflación, BCRA, Tercer trimestre de 2006; Informe Monetario, agosto de 2006, BCRA; y Relatório de Inflação,

privados. La caída en los depósitos a la vista del sector privado respondió principalmente a fondos que estaban depositados en cajas de ahorro y fueron traspasados hacia colocaciones a plazo. La caída en los depósitos a la vista públicos respondió en parte a traspasos a plazo y en parte a pagos internos.

El BCRA menciona que desde principios de mayo se observó una mayor inestabilidad en los mercados financieros internacionales, en parte, como respuesta a una mayor incertidumbre sobre los próximos pasos a seguir de los principales bancos centrales del mundo y a los desequilibrios globales. Sin embargo, esta volatilidad tuvo un impacto diferencial por clases de activos y por países. Dentro de estas diferencias, el comportamiento de las variables financieras en Argentina constituye un ejemplo de cómo los superávits fiscales y de Cuenta Corriente, y una política monetaria y financiera consistente, proveen una distintiva solidez a la economía local ante un posible deterioro del mercado internacional. La actual política monetaria y financiera descansa sobre dos pilares. Por un lado, la acumulación de Reservas Internacionales como reaseguro frente a la volatilidad externa, en un marco de cumplimiento estricto de las metas de crecimiento de la oferta monetaria, coherente con la estabilidad de precios de largo plazo, y por otro, en un manejo prudente y efectivo de los riesgos bancarios a través de una renovada normativa y supervisión, que permite tener hoy un sistema financiero más sólido y estable.

Por su parte, la economía Brasileña exhibe una inflación interanual del 3,84% al mes de agosto de 2006 (también menor al 3,97% del mes de julio del corriente año), con lo cual esta variable continúa ubicándose por debajo del centro del rango meta establecido por el Comité Monetario Nacional (CMN)<sup>7</sup> para el año 2006.

---

setiembre 2006, Banco Central del Brasil.

<sup>7</sup> En 2006, el CMM estableció un centro de meta de 4,5% con un margen de tolerancia de 2 puntos porcentuales.

El comportamiento de los precios en los últimos meses, bien como una expectativa en cuanto a su evolución, evidencia que las incertidumbres relativas a la trayectoria de la inflación, presente anteriormente, están siendo progresivamente disipadas. Esta evolución debe ser atribuida, fundamentalmente, a la acción de la política monetaria, aunque sea posible identificar en los comportamientos recientes de los precios factores puntuales relacionados con condiciones de oferta.

En ese sentido, las perspectivas favorables para la evolución futura de los precios, expresado por las estimaciones de mercado, también resulta, fundamentalmente, de acciones de la política monetaria, que esta siendo implementadas. Para los próximos meses, no se vislumbra presiones generalizadas sobre los precios, sean de orden inercial o relacionadas a recuperación de márgenes, o que contribuyan a consolidar como expectativas de que inflación continúe evolucionando de acuerdo con la trayectoria de las metas fijadas para el 2006, 2007 y 2008.

### Inflación interanual de los principales socios comerciales 2006

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

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

<sup>8</sup> Fuente: IBGE (Índice de Precios al Consumidor Amplio-IPCA)

<sup>9</sup> Excluye de la canasta del IPC las frutas y verduras.

<sup>10</sup> Excluye de la canasta del IPC además de las frutas y verduras, los servicios tarifados y los combustibles.

## VIII. GLOBALIZACIÓN E INFLACIÓN <sup>11</sup>

En las economías avanzadas y en muchas economías de mercados emergentes, la inflación se ha mantenido notablemente controlada en los dos últimos años pese al importante aumento del precio de los productos básicos, un pujante crecimiento y una política monetaria generalmente acomodaticia en las principales zonas monetarias.

Algunos analistas han sostenido que una inflación baja y estable es el reflejo de una competencia mundial más intensa que impide que las empresas eleven los precios y en muchos sectores ejerce presiones a la baja sobre los salarios. De ser así, y en vista de que los productores de menor costo de los mercados emergentes y los países en desarrollo seguirán integrándose al sistema de comercio mundial, es probable que estas fuerzas garanticen que en un futuro inmediato la inflación se mantendrá baja, en forma similar a la deflación secular asociada a los aumentos generales de la productividad registrados en el período del patrón oro clásico de fines del siglo XIX. Sin embargo, no todos comparten tales puntos de vista. Otros analistas han ofrecido explicaciones alternativas sobre el reciente comportamiento de la inflación, entre ellas una mayor credibilidad de la política monetaria, amplios incrementos de la productividad de duración incierta, o la situación cíclica.

Mirando hacia el futuro, el hecho de que la globalización<sup>12</sup> haya sido o no un factor que impulsa el reciente comportamiento de la inflación tiene mucha importancia para la política monetaria aplicada. Por ejemplo, si pudiera determinarse que los factores que impulsan la disminución de los precios de muchos bienes comercializados internacionalmente inciden sobre la inflación, y que tal vez ello continúe así, la política monetaria probablemente tendría que ser menos restrictiva a fin de cumplir ciertas

<sup>11</sup> Extractado de World Economic Outlook, abril de 2006.

metas de inflación. Sin embargo, si se sobrestima la magnitud y la duración de tales factores, se correría el riesgo de que la política monetaria fuera demasiado expansiva.

Para realizar un análisis significativo de la globalización y la inflación en los últimos años es preciso considerar la relación teniendo en cuenta la evolución reciente de la inflación. En tal sentido, se señala que: i) *En los países industriales, la inflación media ha sido baja desde principios de los años noventa, reflejando el éxito logrado en la estabilización de la inflación después de los años setenta y principios de los ochenta.* Las bajas y casi constantes tasas medias de inflación observadas desde principios de los años noventa se aproximan mucho a las metas explícitas o implícitas de inflación de los bancos centrales; ii) *En los países industriales, la inflación también ha pasado a ser menos volátil, por lo tanto, es menor la magnitud de las fluctuaciones de la inflación alrededor del promedio, en parte, gracias a los decididos esfuerzos de la política económica por mantener la inflación lo más cercana posible a las metas;* iii) *En los países industriales ha disminuido la relación entre la inflación corriente y la inflación pasada.* Esta reducción de lo que se ha denominado persistencia significa que las desviaciones de la inflación observada con respecto al promedio son de corta duración, y que se ha reducido el impacto de las perturbaciones sobre la inflación; iv) *En las principales economías de mercado emergentes, las disminuciones en la inflación y su volatilidad se han producido después de las experimentadas en los países industriales.* Hasta principios de los años noventa, el alto nivel de inflación siguió constituyendo un problema en muchas de las principales economías de mercado emergentes, especialmente en América Latina. Desde entonces, sin embargo, se ha registrado un avance notable en la estabilización de la inflación a niveles de un solo dígito; v) *En los países industriales, los precios de los servicios normalmente se han incrementado a un ritmo más acelerado que el de los bienes* debido al crecimiento en general más rápido de la productividad y a una mayor apertura comercial en el sector de la producción de

---

<sup>12</sup> La globalización se define en términos amplios como la aceleración del ritmo de crecimiento del comercio internacional de bienes, servicios y activos financieros en relación con la tasa de crecimiento del comercio interno. A nivel mundial, ello incluye las aceleraciones esporádicas del crecimiento en economías clave de mercados emergentes, principalmente China y, en menor medida, la India.

bienes, pero también debido a la mayor proporción del gasto destinada a los servicios que trajo aparejado el aumento del ingreso per cápita. No obstante, el diferencial entre la inflación de los precios de los bienes y de los servicios se ha reducido últimamente en varios países y en ciertos servicios que han quedado sujetos a mayor competencia, en especial los servicios empresariales.

En general, se considera que el proceso de globalización se ha acelerado desde principios de los años noventa. En particular, el comercio transfronterizo de instrumentos financieros se ha incrementado vertiginosamente en las economías avanzadas y en las principales economías de mercado emergentes. En el comercio internacional, la fragmentación geográfica de la producción de bienes manufacturados y la creciente importancia que las economías de mercado emergentes han adquirido en el comercio mundial han cambiado la fisonomía de muchos mercados e industrias.

En referencia a que si la globalización ha sido o no un importante factor para mantener baja y estable la inflación observada en los últimos años se puede mencionar las siguientes conclusiones: i) A mediano plazo, *el ancla nominal vigente* –como meta de inflación del banco central- determina el nivel de inflación. Por lo tanto, el impacto de la globalización sobre la inflación será temporal a menos que se modifiquen los objetivos generales de la política monetaria. En los países industriales, ello es improbable en vistas de las metas (explícitas o implícitas) de inflación de un solo dígito ya de por sí bajas. En los países en desarrollo y de mercados emergentes, sin embargo, la mayor apertura parece haber sido importante, y probablemente seguirá siéndolo para el sostenido mejoramiento de las cifras de inflación en los últimos años; ii) La globalización ha contribuido a *reducir la sensibilidad de la inflación* a las limitaciones de la capacidad productiva interna en las economías avanzadas durante las dos últimas décadas, por ejemplo, a través del impacto sobre el mercado laboral y los salarios. Como los acontecimientos económicos mundiales han pasado a ser cada vez más importantes para la inflación interna, en los años venideros requerirán una vigilancia

más estrecha por parte de los responsables de la formulación de las políticas monetarias; iii) La globalización ha surtido *un efecto significativo sobre los precios relativos en las economías industriales*. En los últimos años, los sectores que se han visto más expuestos a la competencia extranjera han experimentado las mayores disminuciones de los precios relativos. No obstante, la globalización no ha sido el único factor que ha impulsado la variación de los precios relativos. Si bien la apertura ha sido importante, particularmente en los sectores de baja tecnología y mano de obra poco calificada, el aumento de la productividad también ha contribuido en forma significativa a las variaciones en los precios relativos, en particular en las manufacturas de alta tecnología y los sectores de servicios. De hecho, si bien los aumentos de precios en el sector de las manufacturas han sido en todos los casos inferiores a los registrados en los sectores de servicios, desde los años noventa la disminución de la inflación en algunos de estos últimos sectores ha sido más pronunciada, y ello ha contribuido tanto como el sector manufacturero a la reducción de la inflación global de los precios al productor.

Contra ese telón de fondo, la preocupación inmediata de la política monetaria es juzgar el impacto que la globalización tendrá sobre la inflación en el futuro. Sin duda, en los últimos años la globalización ha contribuido a reducir la inflación en los países industriales, y hasta ahora ha permitido aplicar una política monetaria restrictiva más mesurada. En un futuro previsible, la integración comercial que está produciéndose continuará ejerciendo presiones a la baja en muchas industrias, aunque tales presiones variarán con el ciclo económico. Lo ocurrido en episodios anteriores de rápida integración, como el Japón desde mediados de los años cincuenta, indica que aproximadamente en los próximos 10 años podría duplicarse la participación de China en el comercio mundial. Además, también es probable que se acelere el comercio internacional de servicios, lo que conducirá a una disminución de los precios relativos en los sectores pertinentes.

A pesar de esta evolución, sin embargo, no se puede contar con que la globalización contenga las presiones inflacionarias en las actuales circunstancias. El vigoroso crecimiento mundial y el mayor dinamismo han reducido el efecto restrictivo de los menores precios de importación sobre la inflación, y ante las perspectivas de que tal crecimiento continúe, el principal riesgo es que una reactivación de los precios de importación pueda traducirse en mayores presiones inflacionarias en el futuro, particularmente en aquellos países que están más avanzados en el ciclo económico. A estos riesgos de alza se suma la posibilidad de nuevos aumentos de los precios de los productos básicos provenientes del sector externo, y en parte relacionados con la globalización. En consecuencia, las autoridades monetarias deberán mantenerse alertas ante cualquier repunte de la inflación en el período venidero.

## **IX. ASPECTOS MONETARIOS**

### **Factores que explican la dinámica del Agregado Monetario.**

Al mes de agosto, los Billetes y Monedas en Circulación (M0) evidenciaron un crecimiento en torno a 17,5%, 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.

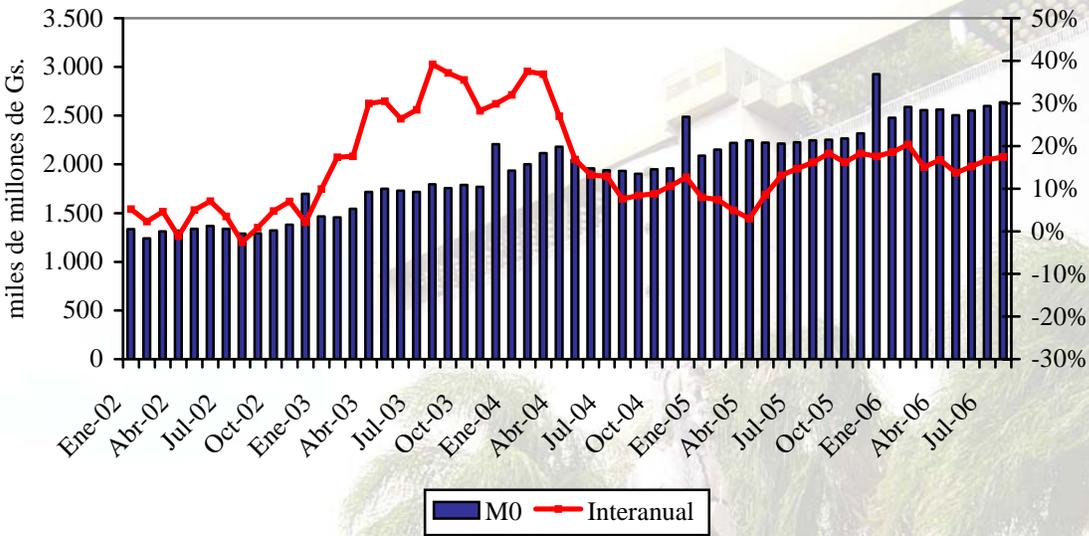
En general, la evidencia disponible sugiere que la liquidez existente sigue siendo más que abundante, confirmando con ello de que existen riesgos al alza para la estabilidad de precios a mediano y largo plazo.

El dinamismo de esta variable estuvo determinado principalmente por la acumulación de Reservas Internacionales, y compensado por la posición contractiva de

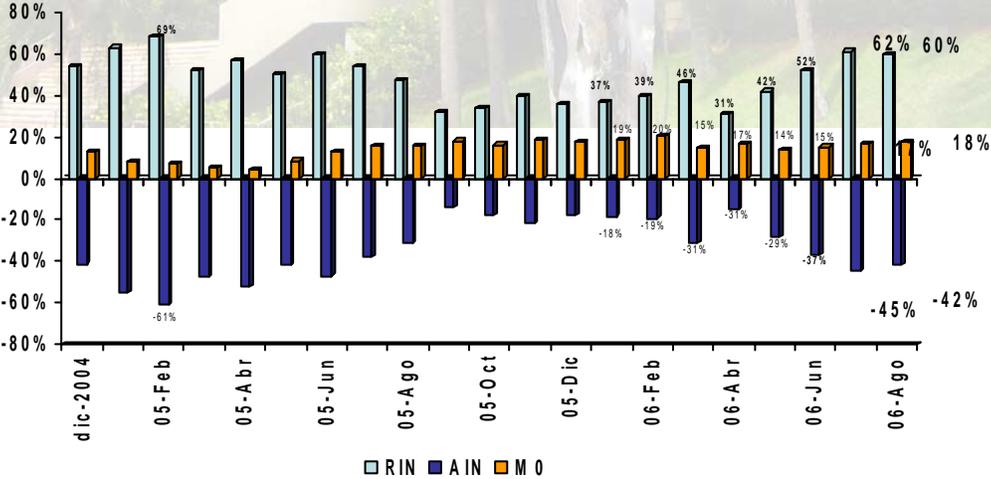


los Activos Internos Netos, principalmente por la colocación de Instrumentos de Regulación Monetaria del Banco Central. En promedio la acumulación de Reservas Internacionales Netas (RIN) representó una fuente de expansión al mes de agosto en 59,6%, la que fue contenida por los Activos Internos Netos (AIN) en -42,1%.

**Billetes y Moneda en Circulación**  
**Variación interanual**



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

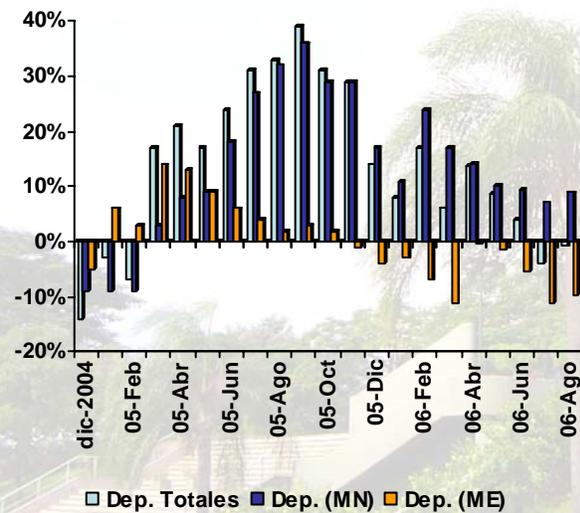


Al descomponer los Activos Internos Netos, vemos que el Crédito Neto al Sector Público, al mes de agosto, contribuyó a la expansión del M0 debido a la disminución de depósitos de este Sector, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera que mantienen en cuenta corriente en el Banco Central. Esta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

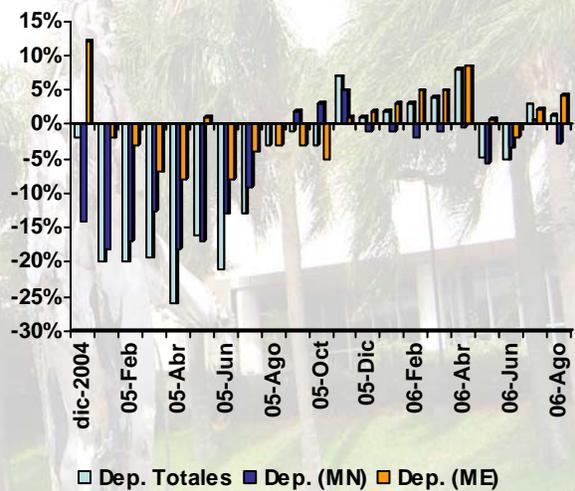
### Fuentes de Expansión y Contracción del M0

#### Variación interanual

**Depósitos del Sector Bancario en el BCP**



**Depósitos del Sector Público en el BCP**

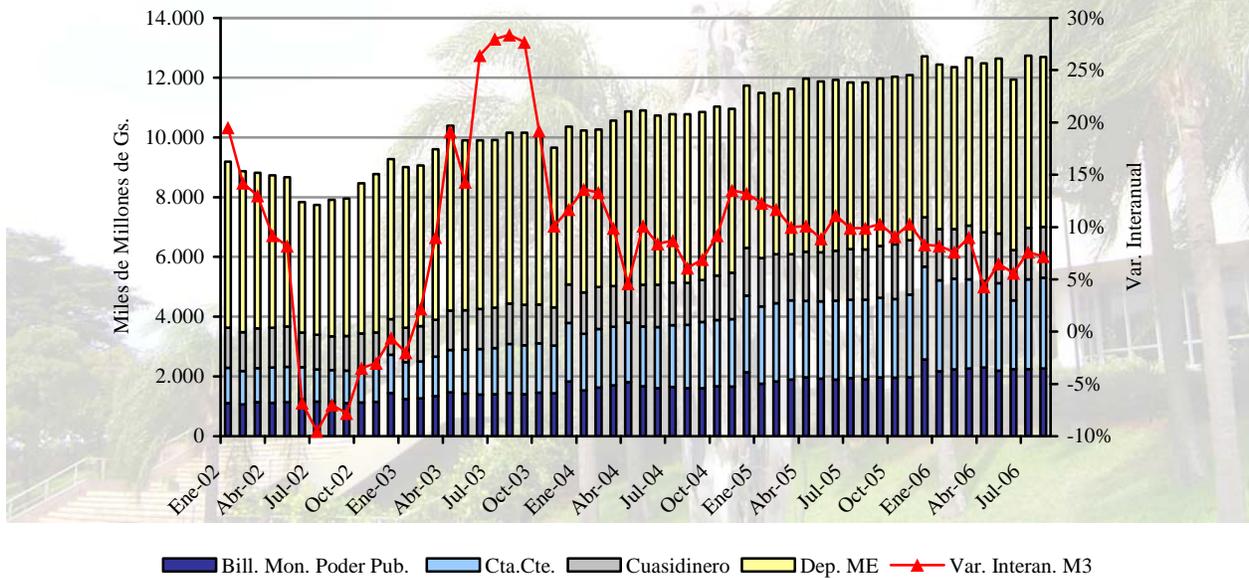




### Evolución de los Agregados Monetarios Amplios<sup>13</sup>.

En el mes de agosto de 2006, el Medio Circulante (M1)<sup>14</sup> registró una variación mensual de 1% mientras que en agosto del año anterior la variación fue 0,1%. El comportamiento observado en el presente mes se explica por el incremento de los Billetes y Monedas en Poder del Público en 0,7% y apoyado por el incremento de los depósitos en cuenta corriente en 1,2%. Por su parte, la variación interanual de este agregado monetario fue del 16% en agosto del 2006, mientras que en el mismo periodo del año anterior fue 22,7%.

### Evolución del Agregado Monetario Amplio (M3)



Fuente: Departamento de Estudios Monetarios y Financieros.

<sup>13</sup> Los datos de los agregados monetarios amplios son obtenidos con un mes de rezago.

<sup>14</sup> 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 0,5% y 12,2% en forma mensual e interanual, respectivamente. La variación del mes de agosto es superior a la registrada en el mismo mes del año anterior que fue -0,2%. El comportamiento mensual está explicado por el incremento mencionado del M1 (1%) y contrarrestado por la reducción del Cuasidinerero en 0,9%. El desempeño mensual del Cuasidinerero se debe principalmente a la reducción de los Depósitos de Ahorro a la Vista en 3,1%, contrarrestado por el incremento de los Certificados de Depósito de Ahorro (CDA) en 0,8% y de los Depósitos de Ahorro a Plazo en 2,8%.

La Oferta Monetaria Ampliada (M3), conformada por el M2 y los depósitos en ME expresados en MN, registró una variación mensual de -0,3%, siendo la variación interanual del 7,2%. El comportamiento mensual se debe al incremento mencionado del M2 (0,5%) y contrarrestado por la reducción de los depósitos en ME, expresados en MN, en 1,4%. Los depósitos en ME, expresados en USD, se redujeron en USD 1 millón (0,1%) en el mes y en términos interanuales registraron un incremento de USD 133,6 millones (14,5%).





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.
<b>2002</b>	<b>272,1</b>	<b>172,5</b>	<b>318,0</b>	<b>366,9</b>	<b>417,9</b>	<b>437,6</b>	<b>281,0</b>	<b>296,7</b>			
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
<b>2003</b>	<b>331,3</b>	<b>186,2</b>	<b>349,5</b>	<b>375,1</b>	<b>489,0</b>	<b>468,3</b>	<b>309,8</b>	<b>338,9</b>			
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
<b>2004</b>	<b>356,1</b>	<b>195,0</b>	<b>354,5</b>	<b>391,5</b>	<b>513,0</b>	<b>487,4</b>	<b>309,0</b>	<b>353,6</b>			
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
<b>2005</b>	<b>371,4</b>	<b>204,7</b>	<b>369,0</b>	<b>405,0</b>	<b>622,3</b>	<b>500,9</b>	<b>319,3</b>	<b>374,3</b>			
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
<b>2006</b>	<b>420,4</b>	<b>217,2</b>	<b>393,6</b>	<b>424,4</b>	<b>686,5</b>	<b>513,6</b>	<b>332,3</b>	<b>407,8</b>			
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