

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

**Boletín Mensual
del Entorno Económico Internacional**

**Dirección General de Estudios
Dirección General Bancaria**

Agosto 2005

Boletín Mensual del Entorno Económico Internacional (Agosto 2005)

Este documento presenta una breve revisión de lo ocurrido en el entorno económico y financiero internacional durante el mes de agosto del presente año, y tiene por objetivo proveer información actualizada sobre las tendencias de la economía mundial.

La primera parte se centra en la revisión del impacto del Huracán Katrina en la economía norteamericana, así como en algunos indicadores económicos de coyuntura publicados recientemente en las principales naciones del mundo y en las proyecciones económicas de corto plazo. En la segunda parte, se presenta un análisis del mercado financiero internacional centrado en cuatro componentes fundamentales de gestión de las finanzas internacionales que corresponden a los siguientes mercados: renta fija, renta variable, divisas y el de bienes o commodities.

I. ANALISIS DEL ENTORNO ECONOMICO INTERNACIONAL

Durante el mes de agosto se suscitaron una serie de eventos inesperados, que generaron nerviosismo en los mercados y alteraron la evolución de los precios de algunos commodities. El Huracán Katrina, que azotó a las costas del Golfo de México, afectó la producción petrolera mexicana, al tiempo que causó devastación en la ciudad de Nueva Orleans, con el consecuente impacto negativo en la economía estadounidense y en la oferta de productos energéticos refinados. La región afectada por el huracán es responsable de 25% de la producción de crudo y gas de la economía estadounidense¹. Además, Nueva Orleans es el segundo puerto de esa nación y por lo tanto, la cadena de distribución de cargas también fue afectada.

Estados Unidos

Huracán Katrina afecta a una economía en la cual ya existía preocupación por el posible impacto de los elevados precios del petróleo en el gasto de consumo. Se espera un menor crecimiento económico para lo que resta del año e inicios de 2006, así como un repunte de los precios, especialmente de combustibles como el gas natural y la gasolina. Las opiniones respecto al ritmo de ajuste de las tasas de interés de la Reserva Federal están divididas, pues algunos analistas esperan un ajuste más pausado, mientras que otros consideran lo contrario. Se estima que el proceso de apreciación del dólar respecto al euro pierda fuerza.

Para algunos analistas en el escenario más optimista este “shock” de oferta tendría carácter transitorio, con un horizonte de duración de dos a cuatro meses. El efecto inicial del evento se manifestaría a través de mayor inflación y menor crecimiento económico, con lo cual se esperaría un freno en el ajuste gradual de tasas de interés por parte de la FED.

¹ Bennett, R., Joint Economic Committee, 2 de septiembre de 2005.

Al ser catalogado como un “shock” de oferta, se espera que Katrina genere *presiones en los precios* de algunos productos tales como, zinc, oro, cobre, servicios de transporte, entre otros. De hecho, el gas natural ha sido uno de los productos más afectados, alcanzando USD 11 por cada millón de BTU. Al parecer, durante este invierno el costo de este producto para el consumidor norteamericano será históricamente elevado. El impacto de Katrina se agrava en un contexto en el que no existe una reserva estratégica de gas natural, ni acceso a una mayor oferta de este producto a nivel internacional. Cabe anotar que 19.2% de la infraestructura de gas natural de Estados Unidos se concentra en el Golfo de México. Para algunos analistas esta situación hace prever que los precios de la gasolina se mantendrán altos por lo menos en los próximos dos meses, incidiendo negativamente en las ventas, especialmente al detalle.

La recuperación de las refinarias será lenta² y aunque no se espera que la economía caiga en recesión (en un escenario base) el crecimiento del PIB sería menor al inicialmente proyectado. Merry Linch, por ejemplo, ha ajustado sus proyecciones para el tercer trimestre de 3.5% a 3% y de 3% a 2.25% para el cuarto trimestre. Por su parte, HSBC proyecta un crecimiento económico para el segundo semestre de 2.75% y J.P Morgan ha ajustado sus expectativas de crecimiento para el segundo semestre de 4% a 3.25%.

Cuadro 1
Revisión en las Proyecciones de Crecimiento
Semestres

	II-2005	II-2005 (revisado)
J.P Morgan	4%	3.25%
HSBC		2.75%
Merry Linch*	3%	2.25%

*** La estimación corresponde al cuarto trimestre de 2005.
 Para el 2do trimestre las variaciones pasaron de 3.5% a 3%**

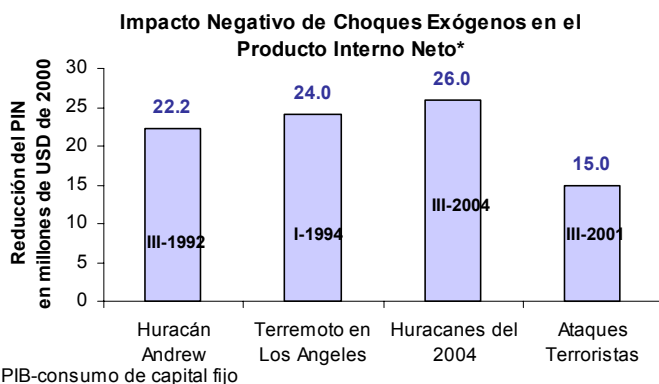
Para fines de año e inicios de 2006, los esfuerzos de reconstrucción podrían generar una inyección al PIB de USD 70 a USD 100 mil millones, sin embargo, parte de este monto podría limitar la ejecución de otros proyectos. Las presiones en el déficit fiscal podrían alcanzar USD 50 mil millones, con lo cual el déficit podría ascender a los USD 387 mil millones (3.1% del PIB).

Con relación al impacto del huracán en el *mercado inmobiliario*, podría esperarse dos efectos. Por un lado una política monetaria más laxa liberaría liquidez a la economía y con ello alimentaría la burbuja en el mercado de bienes raíces, en un marco en el que la actividad de la construcción y los precios de los insumos se elevarían debido a la reducción del stock de viviendas en las costas del Golfo. Por otro lado, la demanda de bienes raíces se podría ver afectada debido a una percepción de mayor riesgo de la inversión en activos inmobiliarios, con la consecuente reducción de precios y del consumo, ya que el impacto del “efecto riqueza” sería menor.

En el caso en que el shock de oferta llegue a afectar al mercado laboral (a través de los mayores costos de ciertos insumos y del repunte de la inflación), incidiendo en una menor productividad y menores salarios, también podría impactar negativamente en la demanda

² Merrill Lynch, Economic Commentary, 6 de septiembre 2005.

agregada de la economía (consumo e inversión), con el consecuente impacto negativo en el crecimiento económico.



En el pasado, este tipo de fenómenos naturales han tenido un impacto negativo en el Producto Interno Neto de Estados Unidos (Ver Gráfico 1), y de acuerdo a algunos analistas el impacto del Huracán Katrina será mucho mayor. Solo las pérdidas de las compañías de seguros se prevé alcancen un monto entre USD 20-35 mil millones.

Para otros analistas, Katrina también afectaría la evolución del dólar respecto a otras monedas, esperándose una menor revalorización de esta divisa. JPMorgan Chase & Co ajustó hacia abajo su pronóstico de fortalecimiento del dólar estadounidense, esperando una cotización de USD 1,24 por euro para fin de diciembre, en lugar de USD 1,15 como había pronosticado en un informe previo (2 de septiembre).

Por otro lado, para algunos analistas, la economía global está empezando a enfriarse. Las autoridades económicas de China están tratando de desacelerar la economía y evitar un repunte inflacionario, y en Estados Unidos, el elevado precio del petróleo sigue siendo motivo de preocupación. Sin embargo, los indicadores económicos publicados en el mes de agosto sugieren que la percepción de los consumidores respecto a la evolución económica del país sigue siendo favorable.

El **Índice de Confianza del Consumidor**, publicado por el Conference Board subió de 103.6 en julio a 105.6 en agosto, reflejando que no hay mayor preocupación por parte de los consumidores por el incremento del precio del gas natural. La confianza del consumidor en la situación actual de la economía repuntó al nivel más elevado observado en los últimos cuatro años (125.4 en septiembre de 2001).

Los resultados de la percepción de los consumidores sobre las condiciones actuales de la economía fueron bastante favorables en agosto. La participación del número de personas que piensan que las condiciones de negocios son buenas subió de 28.7% en julio a 29.8% en agosto, en tanto que la de aquellos que creen lo contrario pasó de 16.7% a 15.1%.

El porcentaje de consumidores que piensan que es difícil encontrar trabajo en el mismo período cayó de 23.8% a 23.2%, mientras que el porcentaje de aquellos que creen lo contrario pasó de 22.9% a 23.5%.

Las perspectivas de corto plazo del consumidor mejoraron ligeramente respecto a julio. Aquellos que creen que las condiciones de negocios mejorarán en los próximos seis meses pasaron de 17.9% a 18.7%. Sin embargo, la proporción de personas que creen lo contrario también creció, pasando de 9.5% a 9.7%.

Las perspectivas en el mercado de trabajado se mantuvieron confusas. El porcentaje de consumidores que esperan que la disponibilidad de plazas de trabajo aumente en los próximos

meses subió de 15.6% a 16.6% y a la vez, el porcentaje de consumidores que esperan lo contrario también subió, de 16.7% a 17.2%. La proporción de consumidores que anticipan que sus ingresos se incrementarán en los próximos meses mejoró de 18.6% en julio a 19.8% en agosto.

Europa

De acuerdo al Banco Central Europeo, el crecimiento económico del área Euro fluctuaría entre 1% y 1.6% durante el 2005, y 1.3% y 2.3% en el 2006. Se espera que la actividad económica siga sustentada en el crecimiento de las exportaciones y una recuperación gradual de la demanda interna. La recuperación del ingreso disponible, asociada al favorable desempeño del mercado laboral, incidiría positivamente en el consumo privado. También se espera una recuperación de la inversión, asociada a las favorable condiciones crediticias y mayores ganancias corporativas.

Cuadro 2

Proyecciones Económicas del Area Euro (Variación Anual)

	2004	2005	2006
Crecimiento Económico	1.8	1-1.6	1.3-2.3
Consumo Privado	1.3	1.1-1.5	0.7-1.9
Consumo del Gobierno	1.4	0.6-1.6	1.1-2.1
Formación Bruta de Capital	1.4	0.4-2	1.3-4.5
Exportaciones (bienes y servicios)	5.9	2.4-5.2	4.6-7.8
Importaciones (bienes y servicios)	6.1	2.2-5.2	4.3-7.7

Durante el segundo trimestre de este año el crecimiento económico de la **economía alemana** permaneció sin cambios, luego de haber registrado un crecimiento de 1% en el primer trimestre. Si bien por un lado este resultado refleja la recuperación del sector corporativo, por otro lado evidencia el desfavorable desempeño de los hogares. El consumo privado cayó en 0.3% durante el segundo trimestre después de la reducción de 0.5% en el primer trimestre. La inversión en maquinaria y equipo creció en 0.6%, luego de un incremento de 1.6% en el primer trimestre (Ver Cuadro 1).

Cuadro 3

	Indicadores Trimestrales	
	I-2005	II-2005
Crecimiento Económico	1%	1%
Consumo Privado	-0.50%	-0.30%
Inversión en Maquinaria y Equip.	1.60%	0.60%
Construcción	-3.30%	0.20%
Remuneraciones y Salarios		-0.10%

En el mes de agosto, el IFO, índice que mide la confianza empresarial, registró un resultado inesperado, al caer de 95 en julio a 94.6, luego de haber subido por dos meses consecutivos. Este resultado refleja expectativas pesimistas de los sectores de la producción y de

manufactura y se lo ha hecho conocer a menos de un mes de las elecciones, mismas que de acuerdo a algunas encuestas de opinión favorecerán a los conservadores y no al Partido Social Demócrata. El índice que mide la percepción sobre las actuales condiciones de negocios cayó a 93.8 desde el 94.9 registrado en el mes de julio.

De acuerdo al Presidente de IFO, a pesar del deterioro observado en agosto, el índice permanece por encima de los niveles correspondientes al período marzo-junio, y las expectativas de las empresas para los próximos meses son más favorables. El índice que mide las expectativas de la economía mejoró ligeramente pasando de 94.1 a 95.4.

Si bien de una parte la depreciación del euro respecto al dólar observada en el transcurso de este año, hace más atractivos a los productos europeos en el exterior, por otra parte magnifica el impacto de mayores precios del petróleo denominados en dólares en las economías de la Zona Euro. Los mayores precios de la energía probablemente están incidiendo en la inflación alemana, misma que a agosto se ubicó en 1.9%, en términos anuales, cayendo ligeramente respecto al resultado de julio (2%).

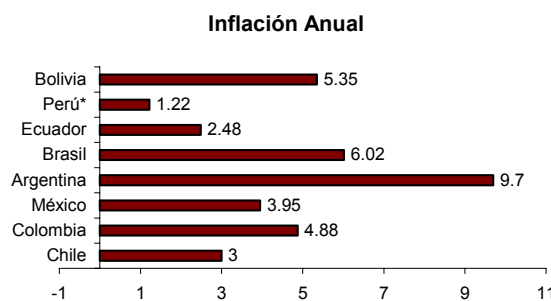
Durante el segundo trimestre del año, la economía **francesa** registró un crecimiento económico de 0.1%, que refleja una variación negativa del consumo de los hogares (-0.3%), así como de la formación bruta de capital (-1.2%). El comercio exterior presentó resultados más alentadores. Las exportaciones crecieron 1%, en tanto que las importaciones subieron 1.3%.

América Latina

Al mes de agosto, la inflación anual más elevada en el contexto de América Latina correspondió a la economía argentina (9.7%), seguida por Brasil (5.35%), Bolivia (5.35%) y Colombia (4.88%). El menor porcentaje correspondió a Perú (1.22%), seguido por **Ecuador** (2.48%) y Chile (3%). En términos mensuales la menor variación del ritmo de crecimiento de los precios se registró en Perú (-0.18%).

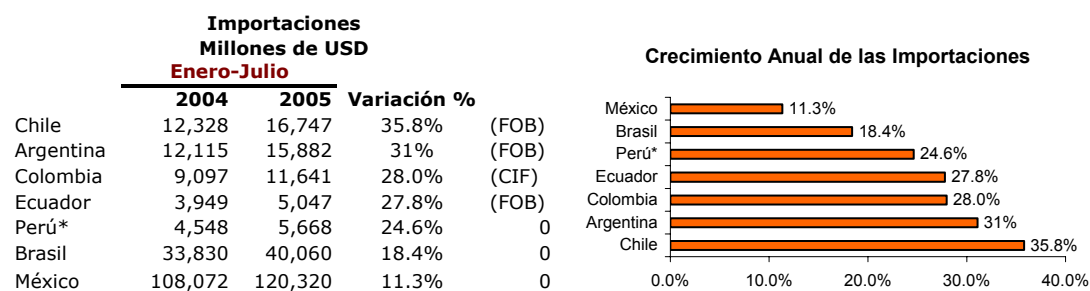
Cuadro 4

	Inflación		
	Mensual	Anual	Acumulada
Chile	0.3	3	
Colombia	0	4.88	3.98
México	0.12	3.95	1.31
Argentina	0.4	9.7	
Brasil	0.17	6.02	
Ecuador	0.21	2.48	2.09
Perú*	-0.18	1.22	
Bolivia	0.35	5.35	3.33



En el ámbito comercial, durante los primeros siete meses del año, las importaciones de bienes siguen manteniendo marcados ritmos de crecimiento, especialmente en el caso de Chile, Argentina, Colombia y **Ecuador**, reflejando en general, el fortalecimiento de la demanda doméstica. En términos anuales la variación de las importaciones acumuladas a julio fueron de 35.8%, 31%, 28% y 27.8%, respectivamente.

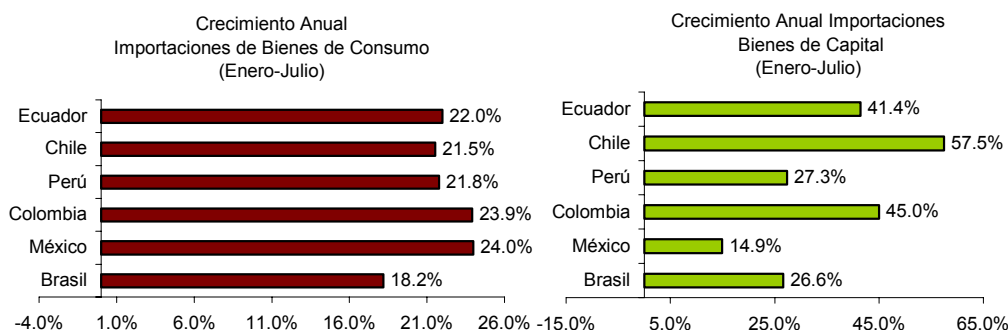
Cuadro 5



* Corresponde al período enero-junio

En el caso de las importaciones de bienes de consumo, los mayores crecimiento anuales correspondientes a los primeros siete meses del año corresponden a México, Colombia y **Ecuador**, mientras que en caso de los bienes de capital, los mayores porcentajes de variación fueron los de Chile (57.5%), Colombia (45%) y **Ecuador** (41.4%).

Cuadro 6



En **Brasil**, durante las primeras tres semanas de agosto el déficit comercial alcanzó un superávit de USD 2.48 mil millones de dólares, con un total de exportaciones de USD 7.19 mil millones e importaciones por USD 4.71 mil millones. En términos de promedios diarios, las exportaciones crecieron 16% respecto al mismo período del año anterior³. En los ocho primeros meses del año⁴ las exportaciones de productos primarios crecieron 36.31% en términos anuales, en tanto que las de productos industriales subieron 47.81%.

En **Chile**, el superávit comercial en agosto alcanzó USD 698 millones, cifra menor a la esperada, debido especialmente al mayor crecimiento de las importaciones. El cobre sigue siendo el principal determinante de los ingresos por exportación, cuyo precio se mantiene en alrededor de USD1.7 por libra⁵. Las exportaciones de cobre representan 40% del total de exportaciones, superando así su promedio de largo plazo (en torno a 30%). Los mayores

³ UBS Investment Research, agosto 2005.

⁴ Hasta el 21 de agosto.

⁵ Barclays Capital, 7 de septiembre 2005.

ingresos por exportaciones de cobre han permitido compensar el efecto de los elevados precios del petróleo en el balance comercial. Las importaciones de petróleo representan 12% del valor total importado. Debido al favorable desempeño económico, se espera que el Banco Central de Chile continúe con una política de ajustes al alza de las tasas de interés, alcanzando 4.5% a fin de año.

Las autoridades **mexicanas** presentaron la Proforma Presupuestaria para el año 2006, en la cual se asume una reducción relativa de los ingresos equivalente a 1.7% del PIB, que refleja tanto un precio del petróleo conservador, como menores ingresos no petroleros, asociados a cambios legislativos en el ámbito tributario y a menores recaudaciones arancelarias (efecto de tratados de libre comercio). Las autoridades esperan una caída de los ingresos petroleros desde 8.7% del PIB en el 2005 a 8.0% en el 2006. El precio estimado del crudo mexicano utilizado para la Proforma es USD 31.5, menor al USD 39.8 utilizado en el 2005. Se espera que las exportaciones de petróleo alcancen 1.87 millones de barriles diarios (mbd), es decir sean superiores a las consideradas para el 2005 (1.83mbd).

Cuadro 7
Proyecciones Económicas
Crecimiento Económico

	(Variación Anual)		% (t/t-1) CVE*				
	2005	2006	III-05	IV-05	I-06	II-06	III-06
América Latina	4.2	3.9	4.7	4.3	3.8	3.6	3.7
Argentina	7.5	3.5	5	3	2.5	2.5	2.5
Brasil	3	3.7	4.5	4.5	4	3.5	3.5
México	2.4	3.5	4.9	4.1	3.6	3.6	3.2
Chile	6.5	6	8	6	6.5	5	4
Colombia	3.8	3.6	3	5	3.5	3	2.5
Ecuador	2.5	3	4	6	1.5	2	3
Perú	5.5	4.5	5	6	5	4	3.5
Venezuela	10	6.5	3	5	5	5.5	8

Fuente: J.P Morgan, 2 de Septiembre de 2005

* Corregido variaciones estacionales

Japón

La actividad económica en Japón⁶ tiende a recuperarse. De acuerdo a las primeras estimaciones, el crecimiento económico del segundo trimestre fue de 0.3%, equivalente a una tasa de crecimiento anualizada de 1.1%. Si bien este resultado es bastante inferior al registrado en el primer trimestre (5.4% en términos anualizados), todavía refleja una fuerte demanda interna y resultados positivos en el comercio exterior. Se espera que la economía japonesa continúe en su senda de recuperación durante el resto del año, sustentada en la robusta actividad del sector corporativo y el mejor desempeño del mercado laboral.

En julio, la tasa anual de inflación fue de -0.3%. En contraste, los precios al productor se incrementaron en 1.5%, reflejando los elevados precios de los productos petroleros y materias primas.

⁶ Banco Central Europeo, Boletín Mensual, septiembre 2005.

Katrina, el Petróleo y Otros combustibles ⁷

La región del Golfo de México es un proveedor importante de petróleo y gas natural para los Estados Unidos, y se caracteriza por su significativa capacidad de producción y de refinación. En la región costera del Golfo, la producción de crudo costa afuera⁸ alcanza los 1.5 millones de barriles diarios (29% del total de la producción de los Estados Unidos) y la capacidad de refinación de petróleo se ubica en los 8 millones de barriles diarios (47% de la producción total de los Estados Unidos). En cuanto al gas natural, la producción costa afuera alcanza los 10 mil millones pies cúbicos diarios (19% de la producción total de E.E.U.U).

El Huracán Katrina ha causado daños importantes en las refinerías, oleoductos y puertos del Golfo de México. En sus inicios Katrina redujo la oferta de petróleo en alrededor de 1.4 millones de barriles diarios y la de gas natural en 8.8 mil millones de pies cúbicos por día. En general, tras la tormenta la mayoría de refinerías tuvo que reducir sus operaciones y mientras Katrina se aproximaba a la región, la capacidad de refinación se redujo en alrededor de 1.9 millones de barriles diarios.

Tras algunos días de la llegada del huracán, la producción de la región ha empezado a recuperarse. Al 6 de septiembre los niveles de producción de petróleo y gas natural alcanzaron el 58 y 42%, respectivamente, de los niveles de producción registrados previo al huracán; este resultado contrasta con las pérdidas de 95% y 88% alcanzadas en los primeros días.

En su proyección de corto plazo, la EIA ha considerado tres posibles escenarios para caracterizar la evolución del mercado petrolero y del gas natural en los próximos meses. El primer escenario asume la existencia de circunstancias favorables que permitirían una **rápida recuperación**. El tercer escenario plantea una **recuperación más lenta**, que refleja que las interrupciones en la producción de gas natural y petróleo continuarían al menos hasta el mes de noviembre. En el segundo escenario, de **recuperación media**, se asume una evolución menos positiva que la de la recuperación rápida pero más optimista que la correspondiente al escenario de recuperación lenta. En todos los casos, el retorno a la normalidad en la producción y distribución de petróleo y gas natural ocurriría en el mes de diciembre de 2005.

Respecto a la evolución del WTI, se asume que el precio del crudo no se verá afectado en el escenario de recuperación rápida, debido a que el Gobierno ya ha adoptado medidas para compensar la menor oferta por parte de la región afectada. En los escenarios de recuperación media y lenta, se asume que existirá alguna presión al alza en el precio del WTI para los próximos tres meses. A continuación se presentan las cifras de los tres escenarios:

⁷ Energy Information Administration, Short-Term Energy Outlook, 7 de septiembre, 2005.

⁸ Es decir producción correspondiente a las plataformas ubicadas en el mar.

Cuadro 8

Oferta Doméstica y Precios	Mensual					Anual		
	Ago-05	Sep-05	Oct-05	Nov-05	Dic-05	2004	2005	2006
	(estimado)							
Producción de Crudo (millones barriles diarios)								
Recuperación Rápida	5,338	4,720	5,326	5,382	5,515	5,419	5,356	5,617
Recuperación Media	5,338	4,580	5,116	5,382	5,515	5,419	5,327	5,617
Recuperación Lenta	5,338	4,300	4,386	5,172	5,375	5,419	5,251	5,617
Precio de Crudo WTI (USD/barril)								
Recuperación Rápida	64.90	66.80	66.45	68.00	66.50	41.44	58.33	63.46
Recuperación Media	64.90	69.60	68.55	68.35	66.50	41.44	58.77	63.46
Recuperación Lenta	64.90	72.05	70.48	69.58	67.20	41.44	59.30	63.46
Refinación								
Recuperación Rápida	16.336	15.735	15.986	16.345	16.657	15.985	16.162	16.410
Recuperación Media	16.336	15.504	15.827	16.421	16.680	15.985	16.138	16.406
Recuperación Lenta	16.336	15.182	15.609	16.314	16.577	15.985	16.076	16.389
Gas Natural (billones de pies cúbicos/día)								
Recuperación Rápida	51.78	46.14	50.82	52.22	52.98	51.71	51.2	52.82
Recuperación Media	51.78	45.31	49.6	52.32	53.1	51.71	51.05	52.82
Recuperación Lenta	51.78	43.65	48.06	51.35	52.7	51.71	50.67	52.81
Precio Spot (Henry Hub) (USD/millones de pies cúbicos)								
Recuperación Rápida	9.53	12.78	11.25	11	11.58	6.06	8.75	8.47
Recuperación Media	9.53	13.17	11.89	11	11.59	6.06	8.82	8.42
Recuperación Lenta	9.53	14.29	13.11	12.06	12.46	6.06	9.14	8.1

Fuente: Energy Information Agency

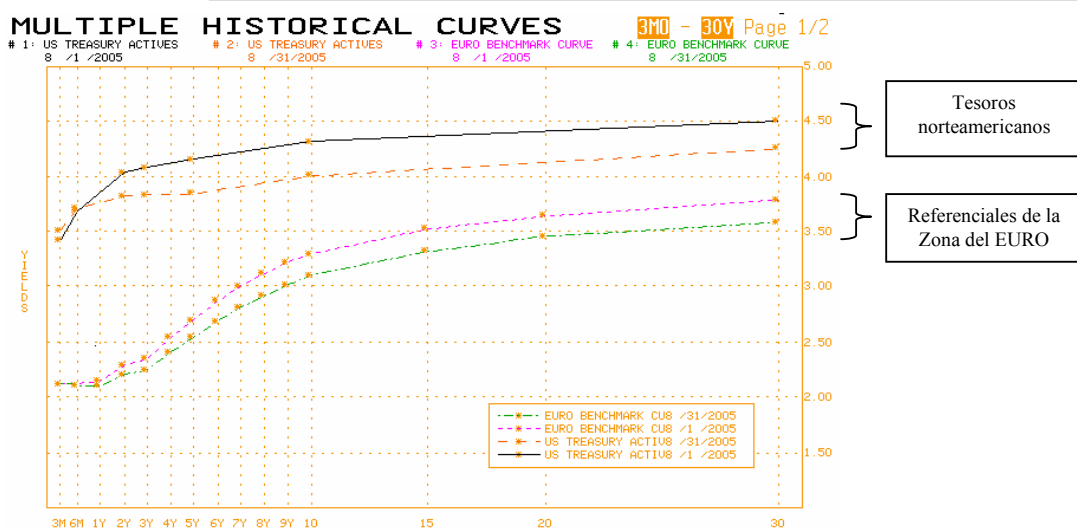
II. ANALISIS DEL MERCADO FINANCIERO INTERNACIONAL

Al interior de cada uno de los componentes del mercado financiero previamente señalados (renta fija, renta variable, divisas y commodities), a continuación se destaca los acontecimientos relevantes del mercado norteamericano y de la Zona del Euro, por la relevancia de los mismos en el contexto financiero mundial y, en caso de presentarse eventos relevantes en otras regiones, también son incorporados en este análisis.

Mercado de renta fija

Durante el mes de agosto, la curva de rendimiento de los títulos del gobierno norteamericano⁹ mostró un aplanamiento con un punto de cruce en el tramo de seis meses. Este resultado en comparación con el obtenido el mes previo, implicó un incremento en los tramos de hasta 6 meses y una caída en los restantes tramos del mercado de capitales. De su parte, en Europa, los rendimientos de los títulos referenciales mostraron un desplazamiento a la baja y aplanamiento con pivote en el tramo de 3 meses.

⁹ Títulos del Tesoro Norteamericano



En el análisis de la forma de la curva de rendimientos de los mercados es necesario señalar dos elementos complementarios: (i) la política monetaria definida por las autoridades económicas, se traduce a través del nivel de las tasas del mercado monetario, especialmente del mercado overnight; y, (ii) las perspectivas que tienen los agentes económicos sobre el desempeño futuro de la economía, se refleja en los tramos de mediano y largo plazo de la curva.

En la actualidad existe un entorno normal en los tramos cortos de la curva en donde las tasas reales de rentabilidad bordean el referencial de EEUU que se ubica entre 3.50% y 2% para Europa. En promedio, durante el mes de agosto la tasa efectiva de negociación de los fondos federales de EEUU (inversiones a un día plazo) se situó en 3.519%.¹⁰

Sin embargo en los tramos de mediano y largo plazo, las tasas cayeron en niveles que oscilaron en un promedio de 20 puntos básicos durante el mes de agosto. Si bien, una caída en la rentabilidad favorece el mercado de títulos de renta fija porque sus precios se aprecian, no es menos cierto que comparativamente con otros sectores de inversión, podría evidenciarse un flujo de recursos a otros mercados como los commodities y de renta variable.

Complementariamente, es importante comentar respecto de la pendiente de la curva de rentabilidad. Normalmente, el spread que existe entre la tasa a 1 día y la de 30 años ha bordeado entre los 150 puntos básicos. Si se compara ese valor promedio con el del mes de agosto, que fue de 93 puntos básicos, se concluye que la curva está muy aplanada con relación a su pendiente normal. En concordancia, todavía existe espacio para que las tasas de plazos medianos y largos suban hasta niveles históricamente más normales.

De su parte, se destaca que en la curva de rendimiento de los títulos referenciales de la Zona Euro, se produjo un incremento de las tasas en el mercado de capitales de una magnitud de alrededor de 10 puntos básicos, magnitud menor a la registrada en el mercado norteamericano que fue de alrededor de 25 puntos básicos. Este comportamiento es resultado de los anuncios y perspectivas sobre la política monetaria, que en el caso de Europa está asociada a una percepción de estabilidad y mantenimiento de tasas referenciales, y en EEUU a futuros incrementos.

¹⁰ Fuente Bloomberg

Durante el mes de agosto, el Comité de Mercado Abierto del Banco de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo, entes reguladores de las tasas referenciales objetivo, decidieron un incremento de 25 puntos básicos¹¹ y el mantenimiento de la tasa de refinanciamiento en el 2%¹², respectivamente.

En lo que se refiere a perspectivas de las tasas referenciales, en los EEUU hay opiniones divididas, unos dan cuenta de una reducción en la velocidad de los incrementos que dejaría la tasa de interés en el 3.75% al cierre del 2005, en tanto que otros estiman que el presente ejercicio cerrará en el 4%. En Europa, en tanto, hay una coincidencia en la estabilidad de la tasa en el nivel actual del 2%. A continuación se presenta un detalle de las principales tasas a nivel mundial:

Cuadro 9

País	Tasa objetivo	Tasa actual	Ultimo cambio	Variación
EE.UU	Fed Funds	3.50%	Ago-9-2005	+ 0.25%
Japón	Overnight rate	0.001%	Ago-9-2005	0.00%
U.K.	Base rate	4.50%	Ago-5-2005	- 0.25%
Canadá	Overnight rate	2.50%	Jul-12-2005	0.00%
Zona del Euro	Refinance rate	2.00%	Sep-1-2005	0.00%

En lo referente al mercado emergente a continuación se presenta niveles referenciales de los precios de los bonos globales de países Latinoamericanos, detalle que permite tener un noción de ese mercado.

¹¹ El 9 de agosto el FOMC subió la tasa referencial de los fondos federales al 3.50%

¹² El 4 de agosto y 1 de septiembre de 2005 el Banco Central Europeo mantuvo la tasa de refinanciamiento en el 2%.

Cuadro 10

BONO	PRECIOS					
	BID	ASK	OPEN	HIGH	LOW	CLOSE
ARGENTINA GB-12	31,50	33,50	31,50	31,50	31,50	31,50
ARGENTINA GB-31	32,50	36,50	32,50	32,50	32,50	32,50
ARGENTINA 33 Dis	97,00	97,75	97,00	97,00	97,00	97,50
ARGENTINA 38 Par	37,25	37,75	37,25	37,25	37,25	37,25
BRAZIL GLB-12	118,56	121,56	118,56	118,63	118,56	118,63
BRAZIL GLB-30	133,50	134,00	133,50	133,50	133,50	133,50
CHILE GLB-12	114,19	114,56	114,19	114,19	114,19	114,19
CHILE GB-13	105,19	105,75	105,19	105,19	105,19	105,19
COLOMBIA GLB-12	119,50	121,69	119,50	119,50	119,50	119,50
COLOMBIA GLB-27	103,50	104,25	103,50	103,50	103,50	103,50
COLOMBIA GLB-33	124,50	125,13	124,50	124,50	124,50	124,50
ECUADOR GLB-12	100,50	101,75	100,50	100,50	100,50	100,63
ECUADOR GLB-30	89,06	89,69	89,06	89,06	89,06	89,13
MEXICO UMS-12	114,31	114,63	114,31	114,31	114,31	114,31
MEXICO UMS-31	127,25	127,63	127,25	127,25	127,25	127,25
PANAMA GLB-12	121,31	122,25	121,31	121,31	121,31	121,31
PANAMA GLB-29	126,50	127,50	126,50	126,50	126,50	126,50
PERU GLB-12	118,81	120,19	118,81	118,81	118,81	118,88
PERU GLB-25	104,00	104,50	104,00	104,00	104,00	104,00
PERU GLB-33	118,50	119,19	118,50	118,50	118,50	118,50
URUGUAY GLB-11	102,00	102,75	102,00	102,00	102,00	102,00
URUGUAY GLB-33	94,50	94,75	94,50	94,50	94,50	94,50
VENEZUELA GLB-10	96,31	96,69	96,31	96,31	96,31	96,25
VENEZUELA GLB-13	120,63	121,19	120,63	120,63	120,63	120,88
VENEZUELA GLB-27	111,75	112,38	111,75	111,75	111,75	111,75
VENEZUELA GLB-34	111,94	112,63	111,94	111,94	111,94	111,94

Mercado Bursátil o de renta variable

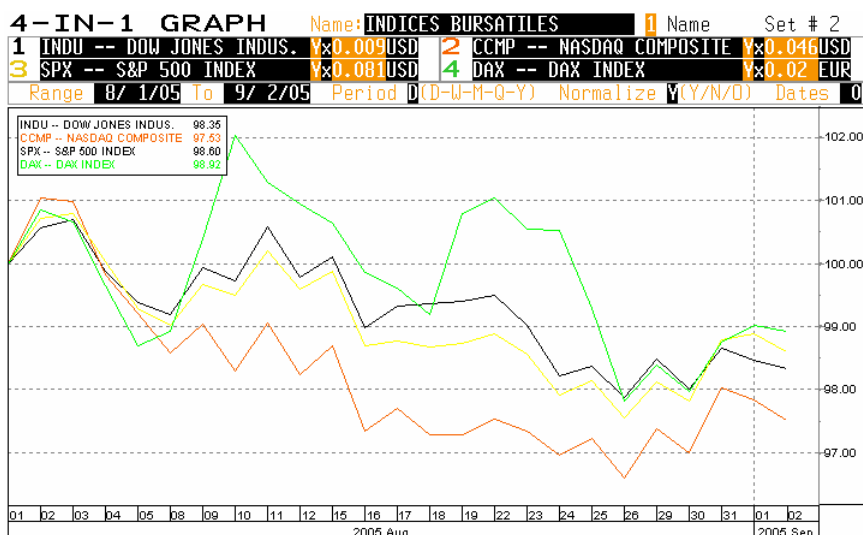
El mercado de renta variable, es un nicho de inversión que evoluciona en forma paralela con el desempeño económico. Perspectivas favorables fortalecen a este sector ya que en última instancia, anticipan mayores utilidades, en tanto que, perturbaciones en el proceso de crecimiento económico reducen las magnitudes de utilidades esperadas.

Durante el mes de agosto, el factor relevante a nivel mundial fue el precio del petróleo. Entre el 1 y 31 de agosto el precio del crudo referencial del mercado norteamericano WTI se apreció 12.8% pasando de USD 60.57 a USD 68.94 el barril. Concomitantemente, las perspectivas de utilidades se estrecharon por el incremento de costos.

En forma generalizada, los sectores tecnológico e industrial de los EEUU, inferidos a través de los índices Dow Jones, Standard & Poor's 500 y Nasdaq, registraron pérdidas de L. 1.32%, 1.95% y 1.21, respectivamente:

De su parte, el mercado accionario de la zona Euro, inferido a través del índice DAX alemán (indicador del mercado accionario más importante de ese conglomerado económico), reflejó una evolución similar a la norteamericana. Entre el 1 y 31 de agosto de este año este índice registró una pérdida equivalente a 1.24%.

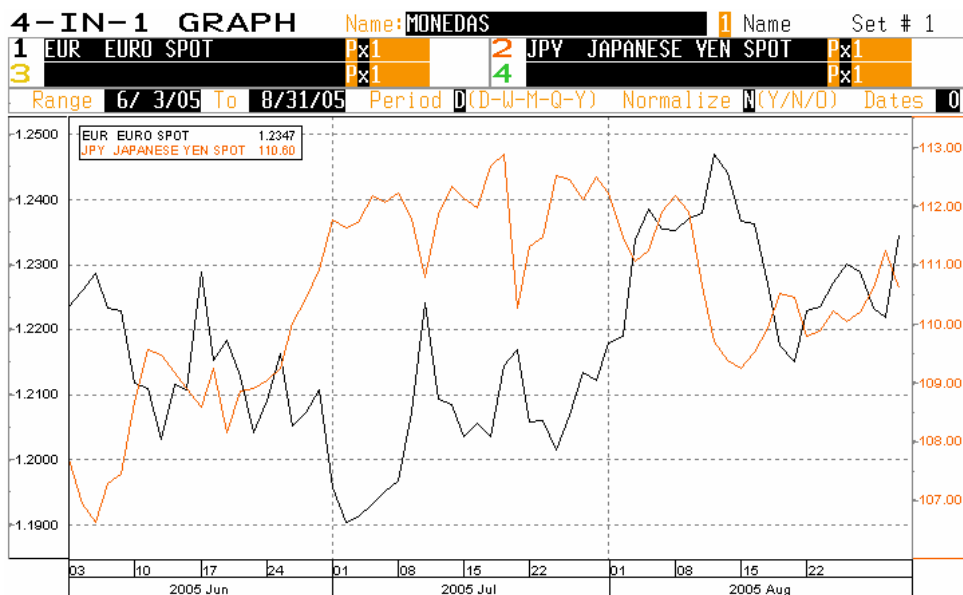
A continuación se presenta un gráfico de las series normalizadas de los índices anteriormente detallados en el que se observa el comportamiento desfavorable de este mercado.



Mercado de divisas

En el mes de agosto, la divisa norteamericana ganó terreno frente a sus similares de Europa y Japón. Frente al Euro, el dólar se apreció 2.6% en tanto que respecto al Yen la apreciación fue 2.2%.

La cotización de apertura del Euro del mes de agosto fue de EUR/USD 1.2179 y cerró en EUR/USD 1.2347. De su parte, la del YEN abrió en USP/JPY 112.24 y cerró en JPY/EUR 110.60, tal como se puede apreciar en el siguiente gráfico:



Mercado del oro

El mercado del oro no ha variado su tendencia alcista que inició en mayo del año 2004. Durante el 1 y 31 de agosto de 2005 el precio del oro pasó de USD432.20 a USD 435.20, respectivamente, tal como se evidencia en el gráfico adjunto:

Evolución del precio spot del oro
 Marzo 04 – agosto 05

GOLDS **445.35** +.95 UBZK 445.00/445.70 UBZK Comdty GP
 At 10:44 Op 444.35 Hi 446.75 Lo 444.20
Trade Line GOLDS Comdty 1/5
 Range 3/ 1/04 - 9/ 5/05 Period 0 Daily Base Currency: USD
 Upper Chart: 3 Trade Line Moving Averages



Este comportamiento es consecuencia lógica del incremento de precios del petróleo, lo cual, sin duda, encarece todos y cada uno de los procesos productivos así como también se constituye en un elemento inflacionario.

El mercado del oro no es la excepción, los procesos de extracción, transporte y distribución se basan en procedimientos mecánicos que requieren derivados del petróleo. Los costos de estos procesos pueden ser trasladados al consumidor final en el precio de venta o, pueden, alternativamente ser absorbidos por los productores, a través de una reducción de sus márgenes de rentabilidad.

Dado que los niveles de demanda del oro se han mantenido en niveles “normales”, parecería entonces que el incremento de su precio obedece al traslado de los mayores costos de producción al consumidor.

En contraste al desempeño de los precios, el entorno de inversión del oro ha sido completamente desfavorable. Las tasas de colocación hasta plazos de 12 meses siguen fluctuando entre valores negativos y marginales de hasta 20 pb. Estos niveles de tasas, no favorecen la tenencia del oro con propósitos de inversión financiera, en tanto que si favorecen las posiciones especulativas de muy corto plazo sobre su precio.

Perspectiva de tasas de interés

Las bajas tasas de inflación en los EEUU flexibiliza una nueva alza en las tasas de interés de los préstamos a un día plazo. De otro lado, los principales indicadores económicos dan cuenta de un proceso de expansión económica fortalecido en el corto plazo, pero enfrentando un problema cada vez de mayor magnitud, el incremento del precio del petróleo. De mantenerse precios altos, se esperaría indudablemente procesos de desaceleración económica a nivel mundial y concomitante con aquello, la política monetaria podría cambiar desde el ritmo de velocidad de las variaciones de tasas, hasta incluso revertir la estrategia restrictiva a una de tipo acomodativa.

En todo caso, las perspectivas de mercado se encuentran divididas, unos esperan que el año se cierre en 4% en tanto que otros esperan un nivel del 3.75%. De todas formas, restan todavía tres reuniones del Comité de Mercado Abierto del FED en este año, en las que se decidirá sobre el nivel de tasa objetivo referencial que al momento se encuentra en 3.50%.

De su parte, en la economía de Europa, las señales de reactivación económica se mantienen por lo que se puede anticipar estabilidad en el nivel de la tasa hasta mediados del próximo año. Sin embargo, como denominador común, está el problema de los altos precios del petróleo que afectaría de igual manera a esta región económica.

Desde el punto de vista técnico, los análisis de regresión de los precios futuros de los fondos federales da cuenta de un nivel de cierre del 2005 del 3.85%, en tanto que para marzo y agosto de 2006, se espera niveles de 3.94% y 4.03%, respectivamente.

ANEXO 1
Análisis de la Curva Forward
Indice FDFD

		PLAZO	YIELD		12/08/2005		02/08/2005		09/08/2006
Base Curve Defaults Fecha 05/09/2005 Cupón/Spot C Bid/Ask/Mid B FMC# or SWDF 26	D	1 WK	3.5625	P		P		P	
	E	1 Month	3.6894	R	3.8524	R	3.9476	R	4.0323
	P	R 2 Month	3.7337	O	3.881	O	3.9683	O	4.0445
	O	A 3 Month	3.7762	Y	3.8964	Y	4.0016	Y	4.0586
	S	T 4 Month	3.8131	E	3.9298	E	4.0138	E	4.0732
	I	C 5 Month	3.84	C	3.9506	C	4.0265	C	4.0883
	T	S 6 Month	3.8712	C	3.9747	C	4.0423	C	4.1034
	S	9 Month	3.9456	I	3.9922	I	4.0625	I	4.1171
				O	4.0457	O	4.094	O	4.1619
				N		N		N	
		1 Year	4.0075		4.0838		4.1319		4.2077
		2 Year	4.119		4.171		4.2118		4.2613
	R	3 Year	4.178		4.2204		4.251		4.296
S	A	4 Year	4.223		4.2611		4.29		4.3352
W	T	5 Year	4.267		4.3017		4.3287		4.3718
A	E	7 year	4.351		4.3817		4.4065		4.4476
P	S	10 Year	4.461		4.489		4.5136		4.5537
		15 Year	4.602		4.6258		4.6463		4.6812
		20 Year	4.679		4.6984		4.715		4.7427
		30 Year	4.724		n/a		n/a		n/a

Fuente: Bloomberg

El índice FDFD describe la tasa efectiva de los préstamos entre bancos miembros del sistema de la Reserva Federal de los EEUU. La tasa referente de este indicador corresponde a la objetivo referencial FDTR <index> que es definida por el Comité de Mercado Abierto del FED.