

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

**Boletín Mensual
del Entorno Económico Internacional**

**Dirección General de Estudios
Dirección General Bancaria**

Noviembre 2005

Boletín Mensual del Entorno Económico Internacional (Noviembre 2005)

La publicación de las cifras revisadas del Producto Interno Bruto estadounidense para el tercer trimestre del año, superaron las expectativas de los agentes, evidenciando que el consumo de los hogares continuó contribuyendo de manera importante al crecimiento económico, a pesar de los efectos negativos del Huracán Katrina. Paralelamente, las últimas cifras de inflación correspondientes al mes de octubre reflejan la caída de los precios del petróleo registrada en dicho mes. A pesar de ello, los mercados esperan que la Reserva Federal de los EEUU continúe con el ajuste de la tasa de interés de política monetaria en lo que resta del año. Por su parte, a inicios de diciembre el Banco Central Europeo ajustó la tasa de política monetaria, resaltando la importancia de evitar posibles repuntes en las expectativas inflacionarias, asociadas principalmente al incremento de precios de la energía.

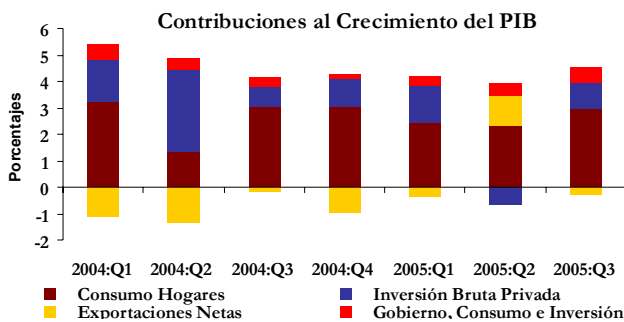
En cuanto a las perspectivas económicas de los próximos meses, algunos analistas consideran dos posibles escenarios alternativos, que difieren básicamente en cuanto a las expectativas sobre el crecimiento de la economía estadounidense. En efecto, el panorama económico parece estar más claro por el lado de la evolución de las economías de Europa y Asia; sin embargo, en el caso de Estados Unidos todavía se mantienen algunas interrogantes; lo que puede llegar a ser determinante para la economía mundial.

I. ANALISIS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL

Estados Unidos

Crecimiento

De acuerdo a datos preliminares, la economía estadounidense continuó con un sólido ritmo de crecimiento durante el tercer trimestre de este año, alcanzando una expansión de 4,3%. La



productividad del sector no agrícola también fue revisada al alza, con un incremento trimestral anualizado de 4,7%, explicado por un incremento de 4,8% en la producción y una subida de 0,1% en las horas trabajadas. Adicionalmente, en contraste con lo observado en octubre, los indicadores de coyuntura presentaron resultados más alentadores, tal el caso por ejemplo del Índice de Confianza del

Consumidor, calculado por el Conference Board, que subió de 85,2 (1985=100) en octubre a 98,9 en noviembre.

El Índice sobre la percepción de los consumidores respecto de la situación actual de la economía también subió de 107,8 a 114 entre octubre y noviembre de este año. De acuerdo al Director del Conference Board Consumer Research Center, la caída de USD 40 centavos en el

precio de la gasolina durante noviembre y las mejores perspectivas del mercado laboral, contribuyeron a la recuperación de la confianza del consumidor. Así también, el porcentaje de consumidores que esperan una mayor disponibilidad de trabajos en los próximos meses subió de 12,3% a 14,2% entre octubre y noviembre, y el de aquellos que anticipan que sus ingresos se incrementarán en los próximos meses pasó de 14,1% a 18,8%.

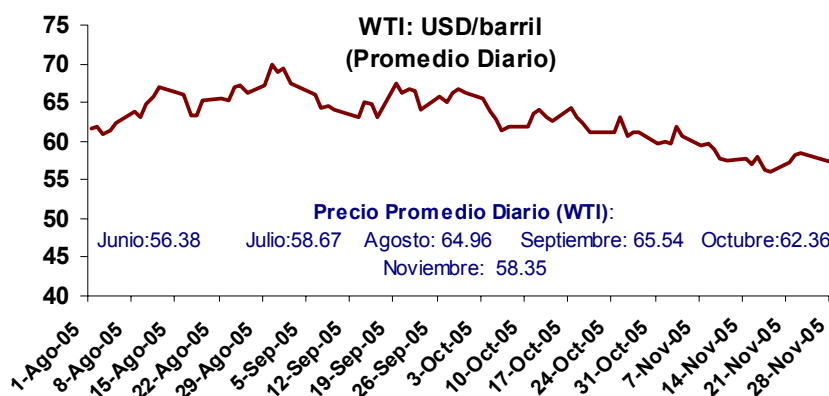
El porcentaje de consumidores que esperan que las condiciones de negocios empeoren en los próximos seis meses cayó de 18,5% a 11,7%, en tanto que aquellos que esperan lo contrario se incrementó de 14,1% a 18,8%.

Por otra parte, el índice ISM que mide el desempeño de la actividad no manufacturera, registró una ligera caída pasando de 60 a 58,5 entre octubre y noviembre¹. Sin embargo, de las 17 industrias encuestadas, 12 reportaron haber crecido en noviembre con relación al mes anterior. Además, el índice de nuevas órdenes subió de 58,2 en octubre a 59,5 en noviembre y el índice de empleo también se recuperó de 52,9 en octubre a 57 en el mes de noviembre.

Respecto a la inflación, durante el mes de octubre la inflación general de EEUU, registró una variación mensual de 0,2%, alcanzando así una tasa anual de 4,3%. La variación mensual fue muy inferior a la registrada en el mes anterior (1,2%). Los costos de la energía que habían registrado variaciones positivas en los meses anteriores, cayeron en octubre en

	E.E.U.U.: Inflación Mensual con Ajuste Estacional						
	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Sept.	Oct
General	0.5	-0.1	0	0.5	0.5	1.2	0.2
Alimentos y Bebidas	0.6	0.1	0	0.2	0.1	0.2	0.3
Vivienda	0.3	0.1	0.1	0.4	0.2	0.4	0.9
Transporte	1.8	-1	-0.1	1.5	2.2	5.1	-1.3
Medical Care	0.2	0.3	0.2	0.4	0	0.3	0.5
Recreación	0.2	0.3	-0.3	0.1	0.3	0.4	0.2
Educación y Comunicación	0.4	0	0.1	0.2	-0.1	0.7	-0.1
Otros Bienes y Servicios	0	0.4	0	0.6	0.2	0.1	0.1
Indices Especiales							
Energía	4.5	-2	-0.5	3.8	5	12	-0.2
Alimentos	0.7	0.1	0.1	0.2	0	0.3	0.3

0,2%, básicamente debido a la caída de los precios del petróleo. Mientras en septiembre el precio promedio diario del WTI fue de USD 65,54/barril, en octubre bajó a USD 62,36/barril, cayendo así en 4,9%. Cabe anotar que en noviembre el WTI registró un precio promedio incluso menor, de USD 58,35/barril.



¹ MFR, Global Commentary for Monday, december 5, 2005.

De acuerdo al Bureau of Labor Statistics, durante el mes de noviembre la tasa de desempleo de EEUU se ubicó en 5%, sin registrar mayor cambio respecto al mes anterior. Desde mayo de 2005 la tasa de desempleo ha fluctuado entre 4,9% y 5,1%, y desde diciembre de 2004, el número de personas que perdieron su trabajo ha caído en 585.000 personas.

Si bien las cifras preliminares del crecimiento económico durante el tercer trimestre del 2005 y algunos indicadores de coyuntura favorecen perspectivas optimistas para la economía estadounidense, las opiniones respecto del desempeño económico para los próximos meses todavía se encuentran divididas². Por un lado a quienes creen que el ritmo de crecimiento se desacelerará en los próximos meses (Escenario 1). Por otro lado, hay otro grupo de analistas que esperan un crecimiento económico más elevado (Escenario 2). A continuación se presentan los argumentos que respaldan estos dos posibles escenarios alternativos:

Cuadro No. 1
Análisis de posibles escenarios de crecimiento
para la economía estadounidense

Argumentos en contra de un crecimiento económico más alto (Escenario 1)	Argumentos a favor de un crecimiento económico más alto (Escenario 2)
◆ Elevado nivel de endeudamiento de los consumidores: los pagos de intereses e hipotecas alcanzan un porcentaje record del total de ingresos; lo que se verá agravado con el incremento de las tasas de interés (potencial crisis de hoja de balance)	◆ Intereses reales todavía se mantienen en niveles bajos, especialmente comparados con el crecimiento real de la economía. Condiciones monetarias todavía permanecen relajadas (intereses de largo plazo siguen en niveles históricamente bajos).
◆ Indicios de enfriamiento del mercado de viviendas. Elevados precios limitan el acceso a viviendas.	◆ Reciente caída del precio de la energía. Precios más altos de la energía han sido compensados por bajos intereses a largo plazo y por mayores precios de los activos. Elevados precios del petróleo no se han traducido en mayor medida en la inflación subyacente.
◆ Mayores costos de la energía afectan el ingreso de los hogares.	◆ Precios de los activos siguen subiendo y la apreciación del dólar ponderada por el comercio exterior no ha sido muy fuerte.
◆ Disminución de la contratación de personal por parte de las empresas, dada la incertidumbre respecto al consumo.	◆ Obras de reconstrucción del país impulsarán el crecimiento económico.

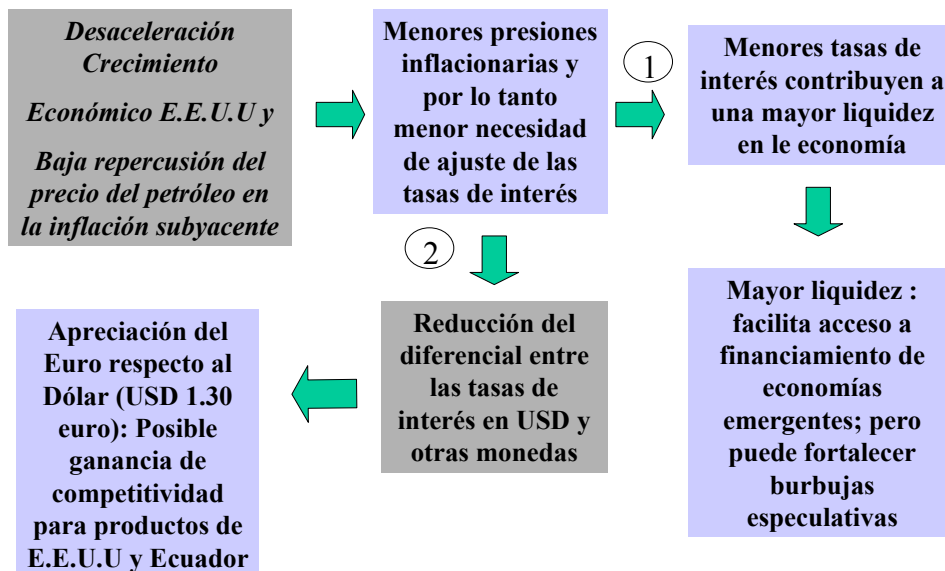
Dependiendo del escenario que predomine para los próximos meses también se obtendrán distintos resultados respecto de la evolución de las tasas de interés, los tipos de cambio y los precios de los activos.

En el caso en que la desaceleración del crecimiento de la economía estadounidense ocurra se podrían obtener los siguientes efectos:

² ECR, Global Financial Markets, diciembre 5 2005.

Diagrama No.1

Efectos de una reducción del crecimiento económico de E.E.U.U

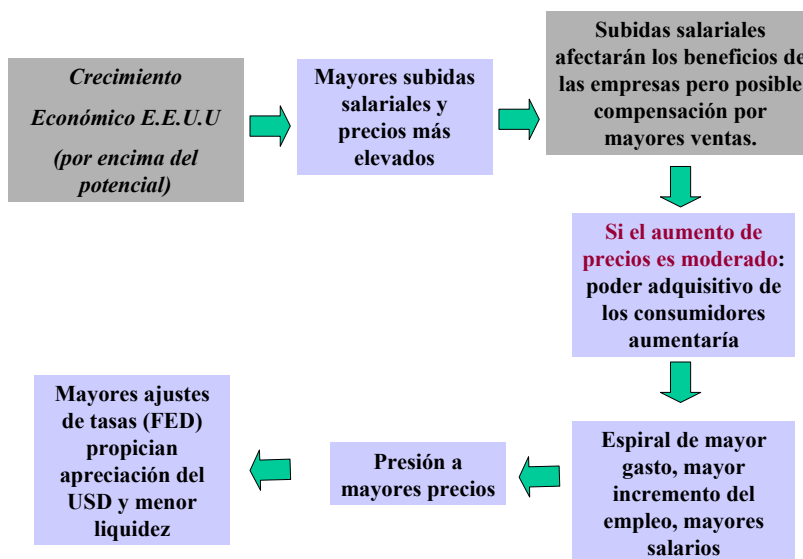


En el escenario de menor crecimiento se generarían menores presiones inflacionarias y por lo tanto la Reserva Federal podría reducir el ritmo de ajuste de las tasas de interés. Un escenario de menores tasas de interés, contribuiría a una mayor liquidez en la economía, lo cual a su vez podría aumentar la demanda de activos y provocar así un incremento de sus precios. Si bien por un lado esta mayor liquidez de los mercados podría favorecer una mayor colocación de papeles por parte de las economías emergentes, también podría fortalecer las burbujas especulativas en ciertos mercados, como el de bienes raíces, con los consecuentes riesgos que esto conlleva, entre ellos el fortalecimiento del consumo basado en una percepción de mayor riqueza, que en un momento dado podría no ser tan elevada.

Por otro lado las menores tasas de interés también conllevarían a una posible apreciación del euro respecto al dólar (ya que se hace más atractivo comprar euros) y en este escenario podría esperarse, una posible ganancia de competitividad para los productos estadounidenses, que impacte positivamente también en la competitividad de los productos ecuatorianos. Por otra parte, las menores tasas de interés favorecerían el acceso al financiamiento de las economías emergentes en los mercados internacionales, entre ellas el Ecuador.

Por el contrario, en el caso de que el desempeño económico de los EEUU sea favorable para los próximos meses, se podrían esperar los siguientes efectos:

Diagrama No.2
Efectos de un mayor crecimiento económico de E.E.U.U



En un escenario en el cual el crecimiento económico se mantiene por encima del crecimiento potencial se esperarían mayores presiones inflacionarias tanto en el mercado laboral como en el de bienes. Si bien por un lado los mayores sueldos y salarios afectarían negativamente los beneficios de las empresas, por otro lado este efecto se podría compensar por un mayor volumen de ventas, asociado a los mayores ingresos de los hogares. En el caso de que el aumento de los ingresos laborales supere al incremento de precios, se esperaría una recuperación del poder adquisitivo, que conllevaría a su vez a un fortalecimiento del gasto. Este repunte del gasto podría generar a su vez mayores presiones en los precios y en un escenario de mayores presiones inflacionarias la Reserva Federal tendría argumentos para acelerar el ajuste de las tasas de interés, contribuyendo de esta manera a la apreciación del dólar respecto al euro. En el caso del Ecuador, por un lado las mayores tasas de interés implican condiciones menos favorables de financiamiento en los mercados internacionales, y por otro, una posible apreciación del dólar respecto a otras monedas limitaría la competitividad de sus productos de exportación.

Como se observa, los resultados son muy distintos bajo estos dos escenarios alternativos. En el primer caso, se podría esperar una apreciación del euro respecto al dólar en tanto que en el escenario alternativo (Escenario 2) el dólar se fortalecería respecto al euro y al yen. Como consecuencia de la menor liquidez, en este segundo escenario también se podría esperar menores precios para la renta variable y el mercado del oro.

Área Euro

En su reunión del 1ro. de diciembre el Comité de Gobernadores del Banco Central Europeo, decidió ajustar al alza en 25 puntos básicos la tasa para las operaciones de refinanciamiento, situándola de esta manera en 2,25%. El ajuste ocurre después de dos años y medio de haberla mantenido sin variación, y tiene por objeto evitar el repunte de posibles expectativas

inflacionarias³. El Banco Central Europeo ya había señalado su preocupación por posibles efectos de segunda ronda asociados al crecimiento de los precios del petróleo. Se consideraba que, a mayores precios de la energía, los consumidores exigirían incrementos salariales, generando presiones adicionales en la inflación.

A pesar del ajuste, de acuerdo al Banco Central Europeo, el nivel de las tasas de interés continúa bastante bajo, tanto en términos reales como nominales. Por lo tanto, se considera que la política monetaria sigue siendo acomodaticia y se mantiene respaldando la recuperación económica y la generación de empleo. Uno de los elementos que fueron considerados para el ajuste de la tasa fue el resultado de las cifras sobre la actividad económica para el tercer trimestre de 2005. De acuerdo al Eurostat, el crecimiento trimestral del PIB habría sido de 0,6% durante ese período, después de crecimientos de 0,3% y 0,4% registrados en los dos primeros trimestres. De acuerdo a las proyecciones, el Área Euro registraría una tasa de crecimiento entre 1,2% y 1,6% en el 2005, y entre 1,4% y 2,4% en el 2006 y el 2007.

Sin embargo, el Índice de Confianza Empresarial de Alemania medido por el IFO cayó en el mes de noviembre a 97,8, desde el 98,8 registrado en octubre, situándose así por debajo de las expectativas del mercado y provocando un debilitamiento del euro respecto al dólar. Esta caída ocurre tras dos meses consecutivos de crecimiento. La principal preocupación de los analistas es que este dato refleja una frágil demanda doméstica y la poca disposición al gasto por parte de los consumidores, la cual estaría asociada a la incertidumbre que se percibe en el mercado laboral.

En el ámbito de los precios, el incremento en el precio de la energía se ha reflejado en tasas de inflación superiores al 2%. De acuerdo a las proyecciones del Eurostat, la tasa de inflación armonizada anual fue de 2,4% en noviembre de 2005, comparada con variaciones de 2,6% y 2,5%, en los dos meses precedentes. Para fin de año la inflación armonizada se ubicaría entre 1,6% y 2,6%, mientras que el crecimiento económico estaría entre 1,4% y 2,4%.

Principales proyecciones del EUROSTAT

(Cambios porcentuales anuales)	2004	2005	2006	2007
Inflación Armonizada	2.1	2.1-2.3	1.6-2.6	1.4-2.6
Crecimiento Económico	1.8	1.2-1.6	1.4-2.4	1.4-2.4
Consumo Privado	1.4	1.1-1.5	0.9-1.9	0.6-2.2
Consumo del Gobierno	1.1	0.4-1.6	1.1-2.1	0.5-1.5
Formación Bruta de Capital Fijo	1.6	1.4-2.4	1.6-4.6	1.5-4.7
Exportaciones (bienes y servicios)	6.1	2.6-5.4	4.3-7.5	4.1-7.3
Importaciones (bienes y servicios)	6.3	3.4-6.0	4.2-7.6	3.5-6.9

Fuente: Banco Central Europeo.

³ Banco Central Europeo, Boletín Mensual diciembre 2005.

América Latina y el Caribe

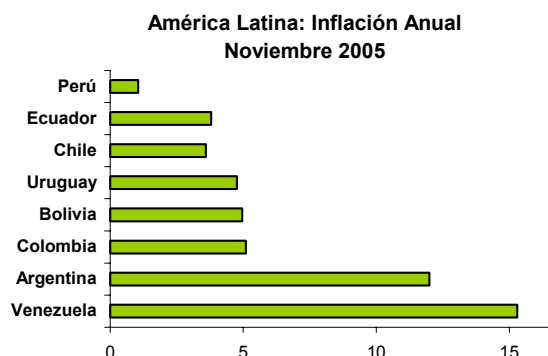
En el mes de noviembre Venezuela y Argentina continuaron presentando las mayores tasas de inflación anual en la región. Por su parte, Perú y Chile evidenciaron las menores variaciones de precios y en términos mensuales registraron incluso variaciones negativas.

Cuadro No.2

Tasa de Inflación: Noviembre 2005			
	Mensual	Acumulada	Anual
Porcentajes			
Argentina	1.2	11.1	12
Bolivia	0.44	4.33	4.96
Chile	-0.2		3.6
Colombia	0.11	4.78	5.1
Ecuador	0.31	3.89	3.8
Perú	0.07	1.07	1.06
Uruguay	-0.12	4.68	4.77
Venezuela	1.1	13.5	15.3

Fuente: Institutos de Estadística y Bancos Centrales

Gráfico No.2



En el caso de la economía **colombiana**, la inflación alcanzó a noviembre una tasa anual de 5,1%. La Junta Directiva del Banco de la República (Banco Central de Colombia), en su sesión del 18 de noviembre de este año reafirmó el cumplimiento de la meta de inflación de 2005 y fijó la meta de inflación del año 2006 en el rango entre 4% y 5%, con 4,5% como meta puntual para efectos legales.

Adicionalmente, se acordó que el punto medio de la meta de inflación en el año 2007 estará entre 3% y 4,5% con el propósito de mantener el proceso de convergencia hacia la meta de largo plazo de 3%.

Durante el tercer trimestre del año, la economía colombiana continuó manteniendo un favorable desempeño económico, sustentado en la demanda interna. Por su parte las exportaciones y las importaciones registraron crecimientos de 10,3% y 25,7%, respectivamente. De acuerdo al Banco Central de Colombia, dos factores explicarían el auge de las importaciones: i) el alto crecimiento de la demanda interna, particularmente de la inversión (en maquinaria industrial y equipo de transporte) y del consumo de hogares; y, ii) la apreciación del tipo de cambio, que abarata el precio de las materias primas y los bienes de consumo duradero.

En **Chile**, la balanza de pagos publicada en el tercer trimestre reflejó un resultado deficitario en la cuenta corriente a pesar del superávit registrado en la balanza comercial (7,7% del PIB). La repatriación de capitales explicaría el crecimiento del déficit en cuenta corriente. De acuerdo al último Informe de Política Monetaria del Banco Central de Chile, la actividad económica y la demanda interna continúan en una fase de expansión, gracias a un sólido crecimiento de la inversión y del consumo⁴.

⁴ Banco Central de Chile, Informe de Política Monetaria, septiembre 2005.

Dado que la política monetaria tiene como principal objetivo mantener la inflación en un nivel entre 2 a 4%, centrado en el 3%, las autoridades monetarias chilenas han procedido a realizar ajustes hacia el alza de las tasas de interés. Así, en la reunión mensual de política monetaria correspondiente al mes de noviembre, el Banco Central decidió aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos básicos, situándola en 4,5% anual. Esta medida tuvo como objetivo reducir el estímulo monetario y reafirmar el compromiso con la estabilidad de precios. El Banco Central de Chile destacó que la política monetaria continúa siendo expansiva y que el entorno internacional continúa siendo favorable para el crecimiento de ese país, respaldado por el elevado precio del cobre y condiciones financieras laxas en los mercados internacionales.

El 18 de noviembre la **economía uruguaya** logró una emisión de bonos en el mercado internacional por USD 200 millones con vencimiento a 17 años, cupón fijo de 8% y un rendimiento de 8,12%. Si bien la colocación fue calificada como un éxito por el Ministro de Finanzas de ese país, es necesario señalar que su precio fue de 98,88, inferior al precio de 99,2 que se consiguió en la colocación en euros que hizo este país en el mes de julio, lo cual implicaría que la percepción de riesgo por parte del mercado fue más estricta para la segunda colocación.

A fines de noviembre, el riesgo país aumentó en **Argentina** debido a la decisión del Presidente de ese país de remplazar a su Ministro de Finanzas, Roberto Lavagna por Felisa Micheli, quien se desempeñaba como presidenta del Banco de la Nación. Micheli es una antigua colaboradora de Lavagna, quien la puso al frente del Banco de la Nación, después de ser confirmado al frente del Ministerio de Economía en mayo de 2003, cuando Kirchner asumió la Presidencia.

En este país el ritmo de crecimiento económico repuntó durante el segundo trimestre del año, alcanzando una variación de 2,4% respecto al trimestre anterior. De acuerdo a estimaciones preliminares, el desempeño económico también habría sido favorable durante el tercer trimestre del 2005, alcanzando una variación anual de 8,1%⁵. De acuerdo al Banco Central de la República Argentina, el crecimiento económico continúa siendo sólido⁶ y ha estado sustentado básicamente en las actividades de inversión y consumo privado. Se espera que el consumo siga creciendo por encima del crecimiento promedio de la economía, debido a la recuperación de los salarios reales.

Por su parte, la generación de empleos se recuperó durante el segundo trimestre del año y se espera continúe durante el tercer trimestre. En el segundo trimestre el desempleo se ubicó en el 12,1% de la Población Económicamente Activa, reduciéndose respecto al 13% registrado en el primer trimestre del 2005. De acuerdo a estimaciones del Banco Central, la tasa de desempleo se reduciría a 10,5% durante el último trimestre de 2005.

De acuerdo al FMI, América Latina y el Caribe continuará creciendo por arriba de su nivel de tendencia en los años 2005 y 2006, beneficiándose principalmente de los elevados precios de algunos commodities.

⁵ Estimaciones del Banco Central de la República Argentina.

⁶ Banco Central de la República Argentina, Informe de Inflación, cuarto trimestre 2005.

II. ANALISIS DEL MERCADO FINANCIERO INTERNACIONAL

Mercado de renta fija

Durante el mes de noviembre de este año, las tasas referenciales de los principales mercados financieros a nivel mundial mostraron estabilidad con excepción de los Estados Unidos de América, cuyas autoridades monetarias incrementaron la tasa de los Fondos Federales 25 puntos básicos (pb) el 1 de noviembre, tal como se evidencia en el cuadro que se presenta a continuación, y en el cual se detalla además las tasas referenciales vigentes del Área Euro, Canadá y Japón.

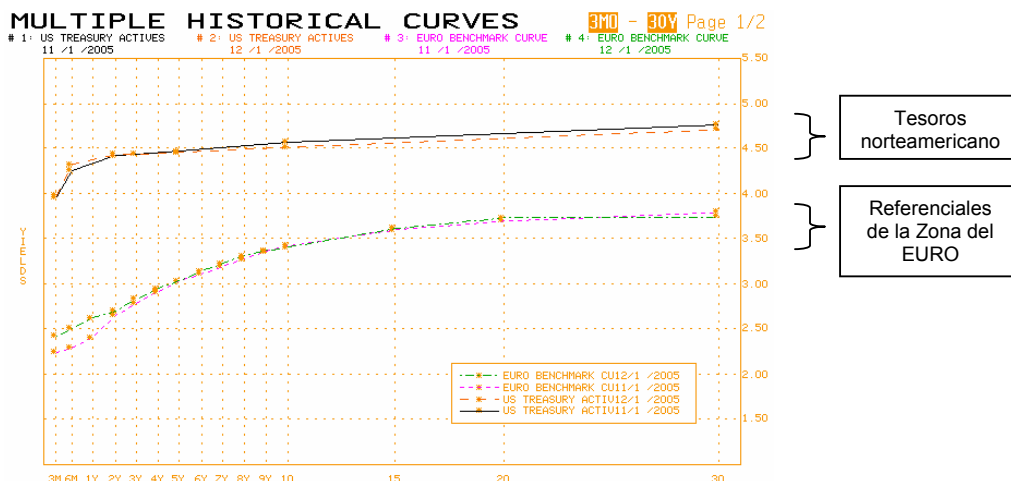
*Cuadro No. 3
 Tasas referenciales vigentes hasta el 30 de noviembre del 2005*

PAIS	TASA ACTUAL	FECHA VIGENCIA	TASA PREVIA	FECHA VIGENCIA	VARIACION NOVIEMBRE
EEUU	4,0%	1-NOV-2005	3,75%	20-SEP-2005	+0,25%
EUROPA	2,0%	5-JUN-2003	2,50%	6-MAR-2003	0%
CANADA	3,0%	18-OCT-2005	2,75%	7-SEP-2005	0%
JAPON	0,0010%	13-OCT-05	0,0020%	3-OCT-2005	0%

En el mercado del Área Euro, las presiones inflacionarias evidenciadas durante el mes de noviembre resultaron en un movimiento no previsto al alza. El 1ro. de diciembre del 2005 el Banco Central Europeo (BCE) subió su tasa referencial al 2,25% desde un valor de 2% que se mantenía desde mediados del 2003. Se destaca que esta decisión se la tomó a pesar de los pedidos que realizaron sectores políticos de mantener la tasa baja para dar mayor tiempo a la economía europea para que se fortalezca.

Los movimientos y perspectivas anteriormente señalados modularon la curva de rendimiento de los títulos gubernamentales de EEUU y referenciales del Área Euro resultando en un aplanamiento de sus curvas de rendimientos, tal como se muestra en el siguiente gráfico:

Gráfico No. 3



En concordancia con tales movimientos, los tramos eficientes de las curvas de rendimientos mostraron una alza, en tanto que en los sectores del mercado de capitales, los de mayor plazo, la rentabilidad cayó marginalmente. Tal comportamiento de aplanamiento permite aseverar que los agentes del mercado se encuentran optimistas sobre el desempeño favorable de sus economías en el futuro.

Concomitantemente con los movimientos de tasas de los títulos gubernamentales, las tasas de rentabilidad ofertadas por los agentes financieros privados se incrementaron en alrededor de 15 pb en los EEUU y 20 pb en Europa. Estos valores se los infiere de la variación en las rentabilidades que ofrecieron los depósitos a plazo fijo en cada una de esas monedas.

En lo referente a las perspectivas de tasas, se comenta que en los EEUU no existen presiones inflacionarias y dado a que aún se mantiene un déficit significativo de cuenta corriente y de presupuesto, sería de esperar un nuevo incremento el próximo 13 de diciembre del 2005, fecha en la que el Comité del Mercado Abierto de la Reserva Federal mantendrá su última reunión en el presente año. Lo anteriormente mencionado se ve corroborado con el resultado obtenido a través del análisis de curvas futuras, el cual se sustenta en información estadística y la aplicación de modelos matemáticos de regresión, el cual prevé una tasa del 4,26% para plazos de una semana al 14 de diciembre de 2005. (Anexo No. 1).

En lo que se refiere al mercado inmobiliario, el cual es un tema de preocupación por parte de las autoridades monetarias, se comenta que las ventas de casas nuevas y previamente construidas decreció en un 2,4%⁷ entre los meses de septiembre y octubre del presente año, reducción que se constituye en un indicativo de que el incremento de tasas en los EEUU., está frenando el ímpetu de crecimiento del sector de viviendas. El mayor peligro que existiría es que en un entorno de tasas al alza, se incremente el índice de morosidad de los créditos hipotecarios o incluso que las hipotecas, reestructuradas a mayores tasas de interés, no estén adecuadamente garantizadas por el valor real de las viviendas que las garantizan. Este mismo hecho, podría provocar una caída en los precios derivada de una sobre oferta de los actuales

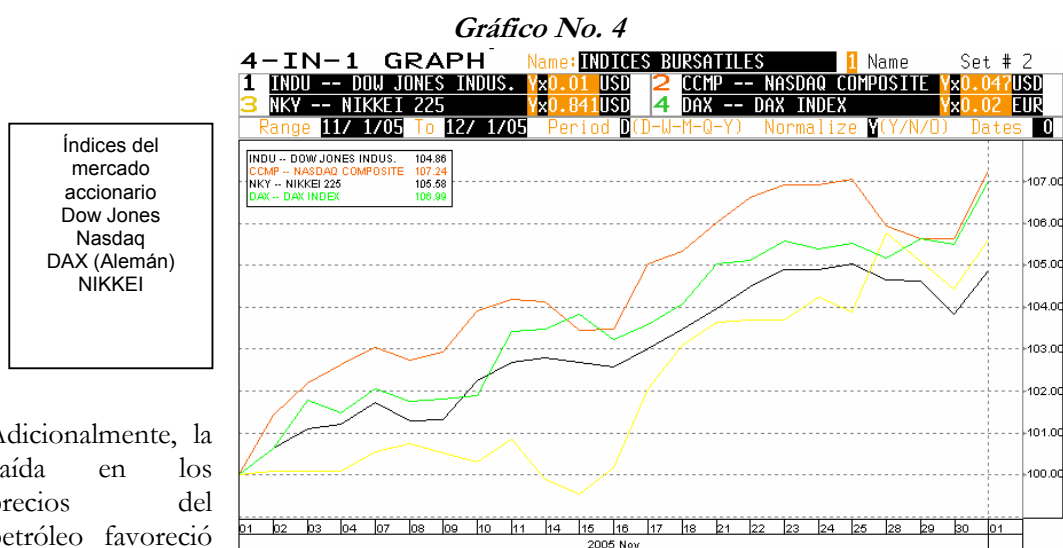
⁷ Al 30 de septiembre las ventas de viviendas totalizaron 7,9 millones de unidades en tanto que al 31 de octubre fueron de 7,9 millones

dueños de viviendas para precancelar sus créditos y evitar de esa manera reestructurarlos a tasas mayores.

Mercado Bursátil o de renta variable

Durante el mes de noviembre de 2005, los principales indicadores accionarios de los EEUU, Europa y Japón mostraron ganancias.

Los indicadores normalizados del Dow Jones y Nasdaq de los EEUU, el Nikkei de Japón y el DAX de Europa, entre el 1 de noviembre y 1 de diciembre de este año, mostraron ganancias en el orden de 4,86, 7,24, 5,58 y 6,99 puntos, respectivamente; tal como se evidencia en el siguiente gráfico:



Adicionalmente, la caída en los precios del petróleo favoreció a este sector, debido a que sus márgenes de ganancias se incrementaron debido a la reducción de los costos productivos y de distribución relacionados con los costos energéticos. Durante noviembre el petróleo WTI bajó desde USD 59,85 a USD 57,32 por barril, (4,23%).

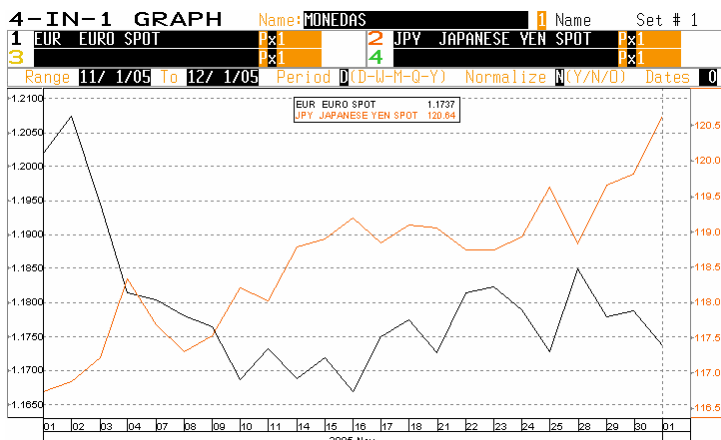
Mercado de divisas

En cuanto al mercado de divisas, el comportamiento de las principales monedas a nivel mundial fue similar al evidenciado en el mes de octubre, esto es, de una clara apreciación del dólar norteamericano frente al euro y al yen.

Frente al Euro el dólar se apreció 2,34%, en tanto que con relación al yen, la apreciación fue de 3,34%. El razonamiento financiero detrás de ese comportamiento corresponde a la creciente demanda que existe por activos denominados en dólares, los cuales reeditúan una mayor tasa de interés.

La cotización de apertura del euro del mes de noviembre fue de EUR/USD 1,2019 y cerró en EUR/USD 1,1737. De su parte, la del yen abrió en USP/JPY 116,74 y cerró en JPY/EUR 120,64, tal como se puede apreciar en el siguiente gráfico:

Gráfico No. 5

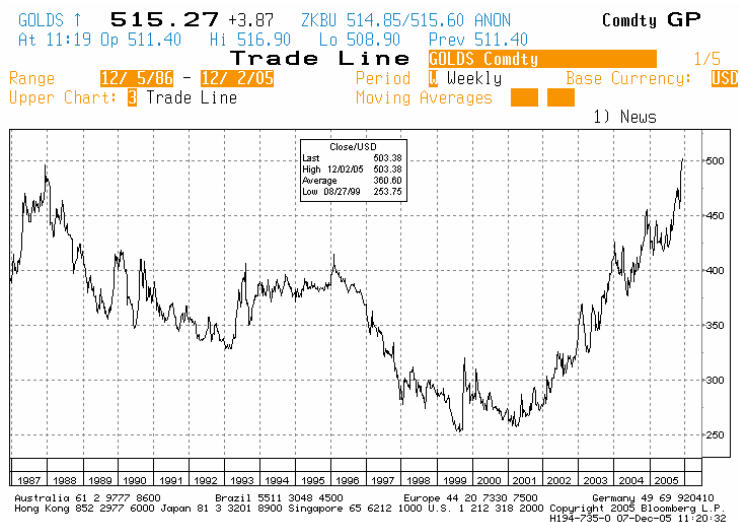


Euro y Yen
 Evolución de
 cotizaciones
 durante el mes de
 noviembre de
 2005

Mercado del oro

Durante noviembre, y en especial durante las dos ultimas semanas del mes, se observó una alza inusual en el precio spot del oro, el cual llegó a situarse en niveles de ONZ/USD 499,80 el 29 de noviembre del 2005. Posteriormente, en los primeros días del mes de diciembre, la cotización continuó subiendo hasta alcanzar el récord de 512,03 al 7 de diciembre del 2005, el valor más alto desde finales de 1987.

Gráfico No. 5



Cotización SPOT
 del oro
 Evolución
 histórica

De acuerdo al reporte publicado por el Consejo Mundial del Oro, el incremento de la demanda del metal precioso se debe a dos factores. El primero, se refiere a que los bancos centrales de Rusia, Sudáfrica y Argentina anunciaron su decisión de elevar sus reservas en oro, hasta alcanzar valores entre el 5 ó 10% del total de sus reservas internacionales.

El segundo factor, tiene que ver con un incremento de la demanda por parte del sector de la joyería, el cual representa 73% del consumo total. Cabe indicar, que los fabricantes

amplían su nivel de demanda a partir de la segunda mitad del año por las festividades en la India, el país con el mayor nivel de consumo de oro a nivel mundial y, debido a que el sector manufacturero acumula normalmente existencias para satisfacer las necesidades que se presentan durante las celebraciones de Navidad y Año Nuevo.

Complementariamente, los inversionistas han mostrado mayor apetencia por este metal precioso, ya que es una alternativa segura para incrementar el grado de diversificación de instrumentos financieros en portafolios de inversión.

Según una encuesta efectuada a los delegados que asistieron a la conferencia del London Market Bullion Association realizada en Johannesburgo, 50% de los encuestados pronosticaron que el precio del metal podría llegar a cotizarse a mediados de junio del 2006 en alrededor de USD/ONZ 550.

Finalmente, el escenario de tasas para inversión en oro sigue deprimido. Las tasas de depósitos a plazo hasta 12 meses siguen fluctuando entre valores negativos y marginales de hasta 20 pb.

Perspectiva de tasas de interés

El análisis técnico y la forma de las curvas de rendimiento de los títulos referenciales de EEUU evidencian perspectivas de una nueva alza en la tasa de los fondos federales que decidiría el próximo 13 de diciembre de este año, fecha en la que el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal, sesionará por última vez durante el año en curso. De su parte, en la economía Europea, se espera una pausa hasta mediados del 2006, luego de la última alza que situó la tasa de refinanciamiento en el 2,25%.

Anexo No. 1

<HELP> for explanation.

P215 M-Mkt FUCV



FORWARD CURVE ANALYSIS
FDFD Index

BASE CURVE DEFAULTS	BGN	TERM	YIELD	12/14/05	P	3/ 1/06	P	6/30/06	P	
Curve Dated:	12/ 2/05	D	1 Wk	4.1400	4.2640	R	4.5774	R	4.8710	R
Settlement Date:	12/ 6/05	E R	1 Mo	4.3200	4.3864	D	4.6250	D	4.8614	D
Coupon/Spot:	C	P A	2 Mo	4.3888	4.4344	J	4.6785	J	4.9040	J
Bid/Ask/Mid:	B	O T	3 Mo	4.4469	4.4866	E	4.7635	E	4.9125	E
FMC #	or SWDF # 26	S E	4 Mo	4.5087	4.5509	C	4.8077	C	4.9194	C
		I S	5 Mo	4.5719	4.6085	T	4.8327	T	4.9323	T
		T	6 Mo	4.6450	4.6754	E	4.8659	E	4.9281	E
			9 Mo	4.7719	4.7932	D	4.9208	D	4.9261	D
			1 Yr	4.8500	4.8642		4.9372		4.9431	
		S R	2 Yr	4.8840	4.8919		4.9425		4.9475	
		W A	3 Yr	4.9140	4.9199		4.9556		4.9676	
		A T	4 Yr	4.9450	4.9498		4.9799		4.9929	
		P E	5 Yr	4.9720	4.9762		5.0027		5.0158	
		S	7 Yr	5.0180	5.0214		5.0441		5.0558	
			10Yr	5.0840	5.0869		5.1090		5.1224	
			15Yr	5.1860	5.1883		5.2060		5.2171	
			20Yr	5.2350	5.2370		5.2518		5.2604	
			30Yr	5.2700	n/a		n/a		n/a	

- 1 Graph
- 2 Update Curve
- 3 Forwards Analysis