

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

Boletín Mensual
del Entorno Económico Internacional

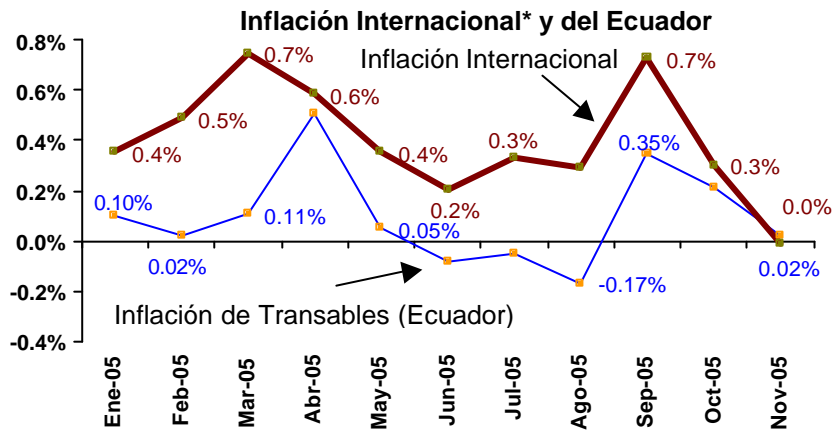
Dirección General de Estudios
Dirección General Bancaria

Diciembre 2005

Boletín Mensual del Entorno Económico Internacional (Diciembre 2005)

Tras el repunte registrado en septiembre, se observa una reducción de la inflación internacional en los meses de octubre y noviembre de 2005, influenciada por la caída de los precios del petróleo en el mercado internacional. Un claro efecto de la evolución de la inflación internacional en la economía ecuatoriana, es su efecto sobre el crecimiento de los precios de los bienes transables (aquellos que se comercializan con el resto del mundo) del mercado ecuatoriano. Esto se debe a que los productores y comercializadores de bienes transables en el Ecuador, enfrentan la competencia de bienes importados, lo que impone una disciplina y un límite a los incrementos de precios de sus productos. Este límite estaría dado por la inflación internacional. En efecto, como se observa en el siguiente gráfico, durante el año 2005, ha existido una clara correlación entre la inflación internacional y la evolución de precios de los bienes transables ecuatorianos.

Gráfico No.1



* Calculada considerando la inflación de los 17 países más relevantes en las importaciones realizadas por el Ecuador. La inflación está ponderada por la importancia de cada país en el flujo de importación.

En cuanto al crecimiento económico, de acuerdo a estimaciones finales, la economía estadounidense alcanzó un crecimiento económico de 4.1% durante el tercer trimestre de 2005, cifra ligeramente inferior a la anunciada preliminarmente (4.3%) y mayor al crecimiento registrado en el segundo trimestre (3.3%). El consumo de los hogares, el gasto en equipo y software, el gasto del gobierno y la inversión residencial contribuyeron de manera importante al crecimiento de la economía

Sin embargo, durante los últimos meses algunos analistas han empezado a alertar sobre una posible desaceleración de la actividad del sector inmobiliario, alertando sobre sus posibles efectos negativos en la dinámica del consumo privado¹.

¹ La revalorización de las viviendas ha tenido un impacto positivo en el consumo de los hogares americanos debido a que ha permitido un mayor acceso al crédito por parte de los hogares, y ha estimulado una mayor predisposición al gasto, debido a lo que algunos analistas han llamado el efecto riqueza.

En cuanto a la inflación, de acuerdo a las últimas cifras correspondientes al mes de noviembre, el índice de precios al consumidor de la economía estadounidense cayó en 0.6%² reflejando una caída en los precios de la energía (8%). En términos anuales la inflación alcanzó una variación de 3.5% y las mayores variaciones de precios correspondieron a los rubros de energía (18.3%), transporte (5%) y vivienda (4%).

A pesar de las menores presiones en el crecimiento de los precios, la Reserva Federal de los EEUU continuó con la política de ajuste de la tasa de interés de corto plazo, incrementándola en 25 puntos básicos en diciembre de 2005, con lo cual esta cerró el año en 4.25%.

Por su parte, a inicios de diciembre el Banco Central Europeo también ajustó la tasa de política monetaria, con el fin de evitar posibles repuntes en las expectativas inflacionarias, asociadas principalmente al incremento de precios de la energía.

En el caso de América Latina, países como Brasil y México continuaron realizando ajustes hacia la baja de las tasas de interés, mientras que en Perú el Banco Central ajustó por primera vez en el año la tasa de interés de referencia (al alza). De acuerdo a las autoridades económicas de varios países latinoamericanos el entorno internacional ha favorecido el crecimiento económico de la región durante el año 2005.

La publicación de las cifras de producción para el tercer trimestre de 2005 muestran que en general el crecimiento económico de la región latinoamericana tendió a desacelerarse durante el tercer trimestre del año.

En el tema de la inflación, en la región latinoamericana la mayoría de países terminaron el 2005 con una inflación menor a la observada en el 2004.

I. ANALISIS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL

Estados Unidos

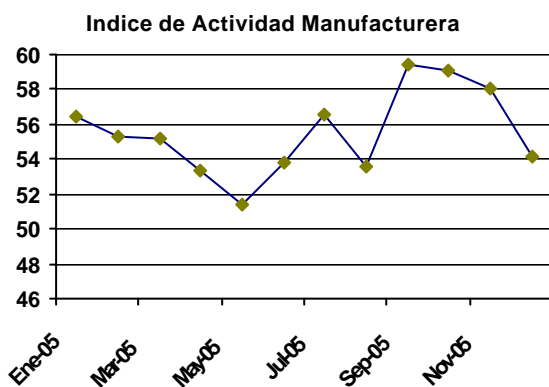
Crecimiento Económico

De acuerdo a datos definitivos, la economía estadounidense continuó con una sólida actividad económica durante el tercer trimestre de este año, alcanzando un crecimiento de 4,1%. El gasto de consumo personal creció en 4.1%, comparado con un crecimiento económico de 3.4% en el segundo trimestre. Por su parte, la inversión no residencial se incrementó en 8.5%, variación similar a la registrada en el segundo trimestre (8.8%). El gasto en equipo y software creció en 10.6% y la inversión residencial se incrementó en 7.3%, comparada con el 10.8% del trimestre anterior. Por su parte las exportaciones de bienes y servicios crecieron en 2.5% en el tercer trimestre, comparado con el 10.7% del trimestre anterior. Las importaciones de bienes y servicios se incrementaron en 2.4% en contraste con una caída de 0.3%, en los respectivos períodos.

² Cifra ajustada estacionalmente.

Al igual que en el mes de noviembre, varios indicadores de coyuntura presentaron resultados alentadores en el mes de diciembre, tal el caso por ejemplo del Índice de Confianza del Consumidor, calculado por el Conference Board, que subió de 98.3 en noviembre a 103.6 en diciembre. El Índice sobre la percepción de los consumidores respecto de la situación actual de la economía también subió de 113.2 a 121.5 entre noviembre y diciembre de este año. De acuerdo al Director del Conference Board Consumer Research Center, la confianza del consumidor ha alcanzado el nivel más elevado registrado desde que el Huracán Katrina afectó las costas del Golfo; la caída de los precios de la gasolina y el crecimiento del empleo han contribuido a que el consumidor finalice el año con mayor confianza. El índice que mide las expectativas de los consumidores también subió de 88.4 a 91.6 y el porcentaje de consumidores que esperan que las condiciones de negocios empeoren en los próximos seis meses cayó de 18,5% en octubre a 11,5% y 9.2% en diciembre.

Gráfico No. 2



Por su parte, el índice de la actividad manufacturera publicado por el Institute for Supply Management (ISM) refleja que en diciembre este sector continuó expandiéndose, alcanzando así 31 meses consecutivos de crecimiento. Si bien este índice, cayó en diciembre respecto al nivel registrado en noviembre, pasando de 58.1 a 54,2, todavía se mantiene por arriba de 50 puntos, reflejando así que el sector se mantiene en una fase expansiva.

El índice de nuevas órdenes también creció en diciembre aunque en menor magnitud que en los meses pasados. Este índice pasó de 63.8 en septiembre a 61.7 en octubre y 59.8 y 55.5 en noviembre y diciembre.

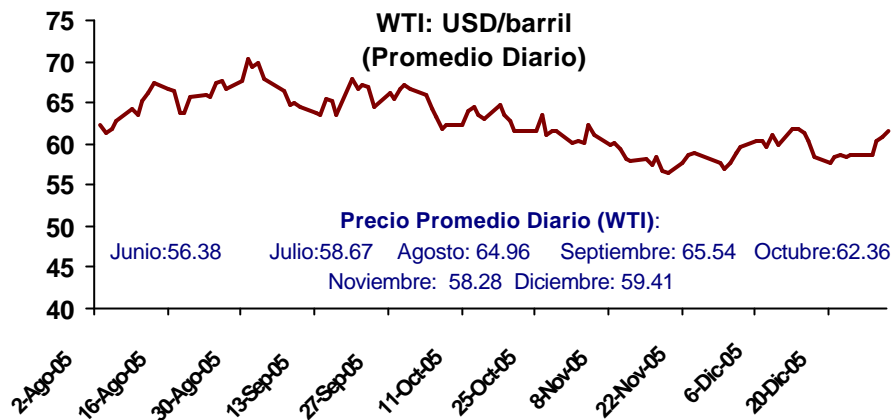
El índice que mide las importaciones realizadas por el sector manufacturero también reflejó una expansión³ de las compras realizadas por este sector, a pesar de haber caído en 1.3% respecto al índice registrado en noviembre (septiembre: 53.4; octubre: 58.2; noviembre: 54.1%). Las seis industrias que reportaron un mayor crecimiento de las importaciones fueron: misceláneos, alimentos, muebles, productos de caucho y plástico, equipo comercial, industrial y de computadoras.

Precios

En el ámbito de los precios, durante el mes de noviembre la inflación general de EEUU, registró una variación mensual negativa de 0,6%, alcanzando así una tasa anual de 3.5%, inferior al 4,3% de octubre. La variación mensual negativa se explica por la caída en los costos de la energía derivada del petróleo, que a su vez se asocia a la caída de los precios de este producto. En efecto, mientras en septiembre el precio promedio diario del WTI fue de USD 65.54/barril, en octubre bajó a USD 62.36/barril, y en noviembre se situó en USD 58.28/barril. Cabe anotar que en diciembre el precio promedio diario repuntó a 59.4%.

³ A situarse por encima de los cincuenta puntos.

Gráfico No.3
Precio del Crudo West Texas Intermediate



Por su parte, la inflación subyacente registró una variación mensual de 0.2% en noviembre, alcanzando un crecimiento anual de 2.1%. Algunos analistas⁴ esperan que la inflación general se ubique por debajo del 3% en el primer trimestre de 2005 y la subyacente se desacelere en torno al 1.8%, situándose por debajo de la tasa objetivo implícita de la FED (2%).

Los precios de la gasolina cayeron en 16%, situándose en los niveles observados previo al Huracán Katrina. El precio del combustible para calefacción cayó en 4.3% y continúa 24% más alto que el precio registrado un año atrás. En el caso del gas natural y la electricidad, los precios se incrementaron en 2.1% respecto a octubre, alcanzando una variación anual de 20%.

Perspectivas sobre la Economía Estadounidense

UBS: Espera que la FED incremente la tasa de los fondos federales en enero, situándola en 4.5% y con ello finalice el proceso de alza consecutiva de las tasas de interés.

Merry Linch: Alerta sobre una posible desaceleración del consumo en el cuarto trimestre de 2005 y sobre las señales de enfriamiento de la actividad en el mercado inmobiliario. Espera un crecimiento económico inferior al crecimiento potencial para el cuarto trimestre de 2005 y el primero del 2006, con lo cual estima que la Reserva Federal realizará el último ajuste consecutivo en enero de 2005, situando a la tasa en 4.5%.

De acuerdo a este grupo de analistas, después de años de un fuerte crecimiento de precios de los bienes raíces y el consecuente "efecto riqueza" que este boom inmobiliario ha ocasionado, bastaría una ligera desaceleración de los precios en este mercado, para que el crecimiento económico de E.E.U.U se vea afectado. Los casos de Australia e Inglaterra demostraron que una caída en los precios de los bienes raíces se traduce en un incremento del ahorro privado, afectando así directamente al gasto de consumo. En el caso de E.E.U.U, el incremento del ahorro tendría un efecto importante en el consumo, debido a que en los últimos años el gasto en consumo ha repuntado también gracias al des ahorro de los hogares.

⁴ UBS, diciembre 2005.

Merry Linch espera un crecimiento económico de 2.5% para el 2006, inferior al 3.5% del 2005 y al 4.25% del 2004. En cuanto a los componentes del PIB, el crecimiento del gasto en consumo privado sería uno de los más afectados, pasando de 3.5% en el 2005 a 2.25% en el 2006. En contraste, las exportaciones alcanzarían un crecimiento de 6.8%, mayor al 6.7% con el cual cerraría el 2005, reflejando así un mejor desempeño del entorno internacional. Se espera que el gasto del gobierno crezca en 3.5%, después de un incremento de 2% en el 2005, debido a que en el 2006 continuarán las labores de reconstrucción de las zonas afectadas por el Huracán Katrina.

De acuerdo a Merry Linch, las probabilidades de una recesión son bajas y no llegan al 30% para el 2006.

Wachovia: La Reserva Federal realizaría dos ajustes adicionales de la tasa de interés hasta ubicarla en 4.75%, debido a que no se espera una rápida desaceleración ni choques deflacionarios provenientes del mercado inmobiliario⁵.

ECR: La FED continuará con su política de ajuste de la tasa de interés, ubicando la tasa en el 5.5% hasta mediados de 2006. Paralelamente, el interés sobre la renta fija subiría hasta 5%-5.5%. Adicionalmente, se espera una mayor apreciación del dólar en los próximos dos trimestres, la cual estaría asociada al incremento de las tasas de interés. Hasta mediados de 2006, la cotización dólar/euro podría ubicarse entre USD 1 y USD 1.10, sin embargo se estima que durante el segundo semestre el dólar empezará a depreciarse y su cotización respecto al euro podría llegar hasta USD 1.50 por euro⁶. En relación al yen, se espera que la cotización se ubique próximamente en 115 yenes por dólar para llegar en los próximos trimestres hasta los 135 yenes por dólar.

De acuerdo a ECR, si bien la FED continuará ajustando las tasas de interés, un gran número de otras economías seguirán presentando elevados niveles de liquidez, y por lo tanto gran parte de este exceso de liquidez fluirá hacia los E.E.U.U, lo que contribuirá al crecimiento de la economía y del precio de los activos durante el primer semestre de 2006. De esta manera el control de la liquidez que la FED realiza a través del incremento de tasas de interés se vera parcialmente compensado por el ingreso de capital externo a la economía y por lo tanto la FED deberá ajustar la tasa de interés hasta niveles de 5.5%. Además, con un crecimiento de la economía por arriba del nivel potencial, se considera poco probable que los precios de las viviendas caigan de manera importante.

Por otra parte, el creciente diferencial de intereses entre Estados Unidos, Japón y Europa seguirá contribuyendo a la apreciación del dólar durante el primer semestre de 2006. La economía estadounidense deberá enfrentar por lo tanto intereses más elevados y la revalorización de su moneda.

OECD: De acuerdo al último World Economic Outlook publicado por la OECD en el mes de diciembre, las siguientes serían las proyecciones de las principales variables macroeconómicas de E.E.U.U para los próximos años:

⁵ Wachovia Economics Group, 23 de diciembre de 2005.

⁶ ECR, Global Financial Markets, 22 de diciembre 2005

Proyecciones Económicas									
	2005	2006	2007	2005-IV	2006-I	2006-II	2006-III	2006-IV	2007-I
Crecimiento Económico	3.6	3.5	3.3	3.7	3.3	3.5	3.5	3.3	3.2
Inflación *	2.7	2.5	2.3	2.9	2.2	2.3	2.3	2.3	2.6
Desempleo	5.1	4.8	4.7	5.0	4.9	4.9	4.8	4.8	4.7
Cuenta Corriente	-6.5	-6.7	-7.0						

*Medida como la variación del deflactor del PIB.

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 inflacionarias⁷. El Banco Central Europeo ya había señalado su preocupación por posibles efectos inflacionarios 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. Algunos analistas⁸ esperan que el Banco Central Europeo seguirá subiendo la tasa de interés de operaciones de refinanciamiento hasta el 2.75% hasta el primer semestre de 2005.

De acuerdo a las últimas proyecciones de la OECD el Area Euro alcanzaría un crecimiento económico de 1.4% en el 2005, 2.1% en el 2006 y 2.2% en el 2007. En el tema de inflación (medida como la variación del deflactor del PIB), la OECD estima porcentajes de 1.8%, 1.7% y 1.9% para el período 2005-2007. En cuanto al desempleo, la OECD proyecta menores tasas de desempleo para los próximos años (8.7% en el 2005, 8.4% y 8.1% en el 2006 y 2007, respectivamente). La demanda interna sería la parte más dinámica e impulsadora del crecimiento en los años 2006 y 2007, particularmente la inversión, y dentro de ella, el crecimiento de la inversión privada no residencial (ver cuadro No. 1).

⁷ Banco Central Europeo, Boletín Mensual diciembre 2005.

⁸ ECR

Cuadro No. 1

Area Euro: Proyecciones Económicas

	2003	2004	2005	2006	2007
	Variación Porcentual (volumen, precios de 2001)				
Consumo Privado	1.2	1.5	1.3	1.3	1.9
Consumo del Gobierno	1.7	1.2	1.2	1.8	1.5
Inversión	0.8	1.9	2.1	3.4	3.6
Pública	1.7	-1.3	2.1	1.9	1.7
Residencial	2.1	2.5	1.2	2	2
No Residencial	0	2.4	2.5	4.4	4.6
Demanda Interna	1.2	1.5	1.5	1.9	2.2
Exportaciones Netas	-0.6	0	-0.2	0.2	0.1
PIB	0.8	1.8	1.4	2.1	2.2

Fuente: OECD, Economic Outlook, No. 78.

De acuerdo al IFO, la economía europea registrará un repunte durante el año 2006. Este instituto espera que el Area Euro alcance un crecimiento de 2% durante el próximo año, asumiendo que el precio del petróleo se mantiene en niveles similares a los observados a fines de 2005. .

Mientras tanto, las perspectivas sobre la economía **alemana** han mejorado, sustentadas en una recuperación de la producción industrial y un mayor número de nuevas órdenes. La demanda externa continúa siendo el motor del crecimiento económico y se espera que esta tendencia continúe durante el 2006 . La OECD estima que esta economía registrará un crecimiento de 1.8% en el 2006.

La **economía española** continúa registrando uno de los mejores desempeños económicos del Area Euro. De acuerdo a la OECD, el crecimiento económico de España sería de 3.4% en el 2005, 3.2% en el 2006 y 3.3% en el 2007.

Cuadro No.2 Crecimiento Económico

	2003	2004	2005	2006	2007
Alemania	-0.2	1.1	1.1	1.8	1.7
Francia	0.9	2.1	1.6	2.1	2.2
Italia	0.4	1	0.2	1.1	1.5
España	3	3.1	3.4	3.2	3.3

Fuente: OECD

América Latina y el Caribe

Panorama General

En el mes de diciembre Venezuela y Argentina continuaron presentando las mayores tasas de **inflación** anual en la región. Por su parte, Uruguay, Venezuela, Perú y Chile evidenciaron las menores variaciones de precios. En los casos de Perú, Uruguay y Ecuador, la inflación mensual de diciembre fue mayor a la registrada en el mes anterior. A pesar de ello, Perú terminó con la menor inflación (1.49%) seguido por la economía chilena (3.7%).

Cuadro No.3

Inflación Mensual

Argentina	1.1
Colombia	0.07
Chile	-0.3
Ecuador	0.46
Perú	0.42
Uruguay	0.22
Venezuela	0.8

Gráfico No.4

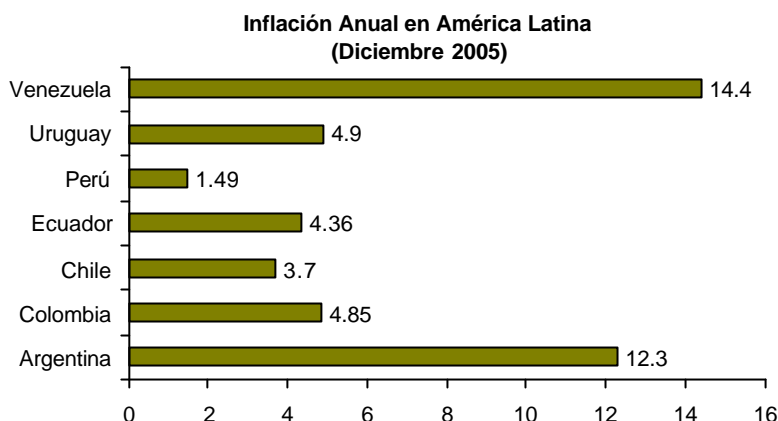
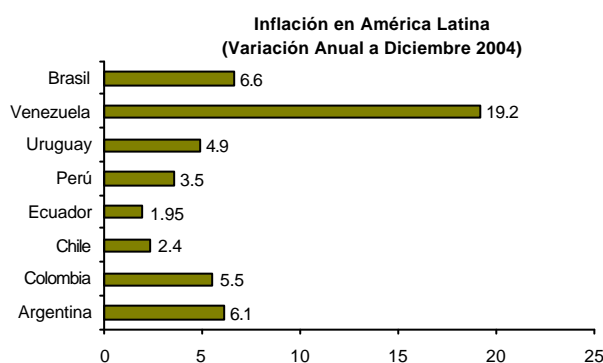


Gráfico No.5



Si se comparan las cifras de inflación del 2005 con las registradas a diciembre de 2004, se observa que a excepción de Venezuela, Perú y Colombia, el resto de países considerados en los gráficos adjuntos, registraron repuntes en el ritmo de crecimiento de los precios durante el año 2005, en relación al crecimiento observado el año anterior.

En relación al **crecimiento económico**, este se desaceleró durante el tercer trimestre de 2005 en la mayoría de países de América Latina, tal como se observa en el siguiente cuadro.

Cuadro No.4

Crecimiento Económico

Trimestral

	I-04	II-04	III-04	IV-04	I-05	II-05	III-05
Chile	2.49	1.75	1.94	1.35	1.64	1.14	1.03
Colombia	0.52	1.02	0.43	2.21	0.22	2.67	0.55
Brasil	1.74	0.84	1.35	0.78	0.20	1.13	-1.18
Venezuela	-2.05	4.88	3.22	5.70	-6.75	8.92	2.25
México	-1.8	3.2	-2.7	6.4	-4.1	3.8	-2.5

Anual

	I-04	II-04	III-04	IV-04	I-05	II-05	III-05
Argentina				9.30	8.00	10.40	9.20
Chile	4.72	5.31	6.96	7.26	6.34	6.75	5.15
Colombia	4.12	4.89	2.82	4.24	3.93	5.62	5.75
Brasil	4.00	5.09	5.89	4.72	2.80	3.99	0.97
Venezuela	34.95	14.29	14.15	12.09	6.71	10.81	9.77
México	3.91	4.08	4.56	4.88	2.44	3.11	3.33

Fuente: Institutos de Estadística y Bancos Centrales

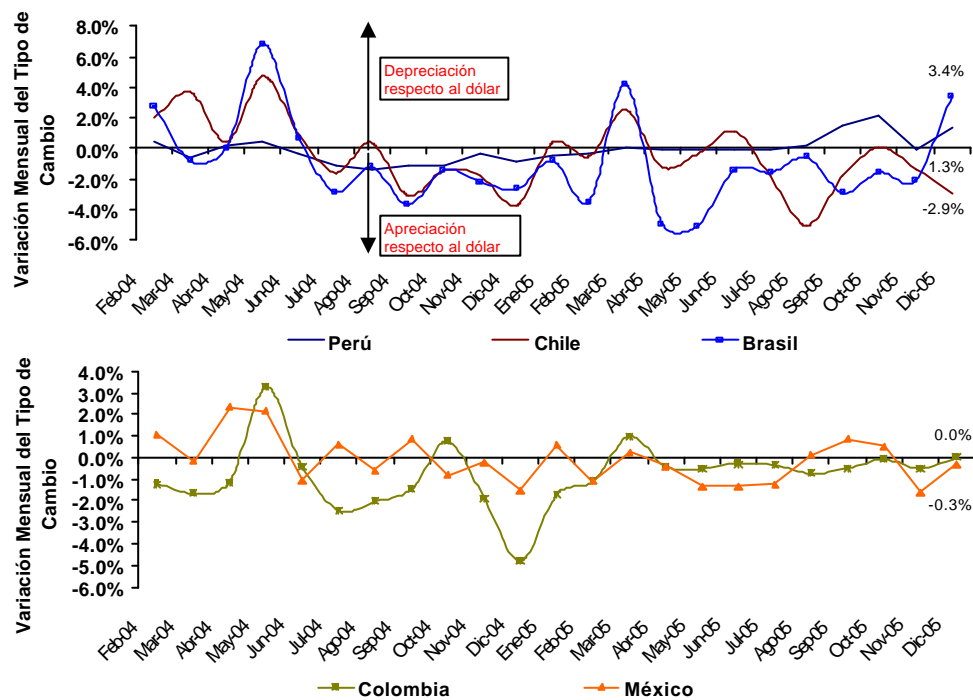
Brasil y México registraron incluso una variación negativa del producto en términos trimestrales, mientras que Argentina y Venezuela alcanzaron las mayores tasas anuales de crecimiento.

Divisas

En relación a la evolución del dólar respecto a otras monedas, durante el mes de diciembre el dólar americano se apreció respecto al real brasileño (3.4%) y al peso peruano (1.3%), en contraste con lo observado en el mes de noviembre. Esta situación puede explicarse por las fuertes intervenciones de los Bancos Centrales de estos países en el mercado de cambios con el fin de evitar una mayor apreciación de sus monedas respecto al dólar.

En el caso de Colombia no se registró mayor variación de la cotización del dólar respecto al peso, y en Chile, el dólar se depreció en 2.9% respecto a la moneda local.

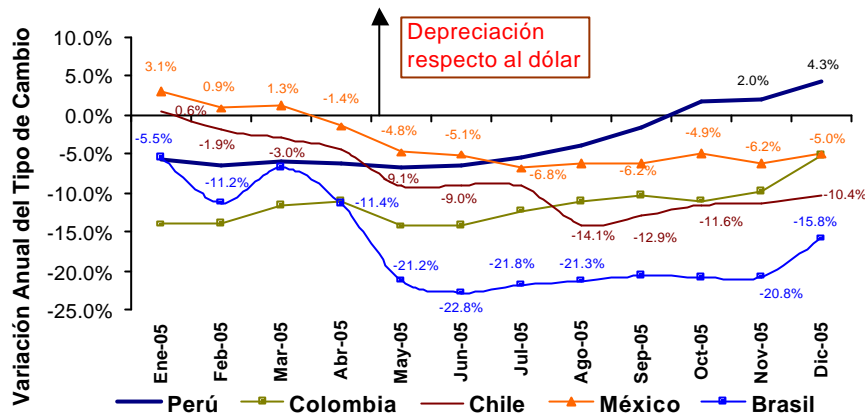
Gráfico No.6
Variación Mensual de los Tipos de Cambios Respecto al Dólar



En términos anuales, el dólar siguió depreciándose en Brasil, Chile, Colombia, y México. En contraste, en el caso de Perú el dólar se apreció en 4.3% respecto a diciembre del año anterior.

Gráfico No.7

Variación Anual de los Tipos de Cambios Respecto al Dólar



Información por países

El 3 de enero el Banco Central de la República **Argentina** canceló la deuda de USD 9.5 mil millones que mantenía con el Fondo Monetario Internacional, anunciando que recuperará la pérdida de reservas en los próximos meses, por lo cual se esperan fuertes intervenciones en el mercado de cambios durante el 2006.

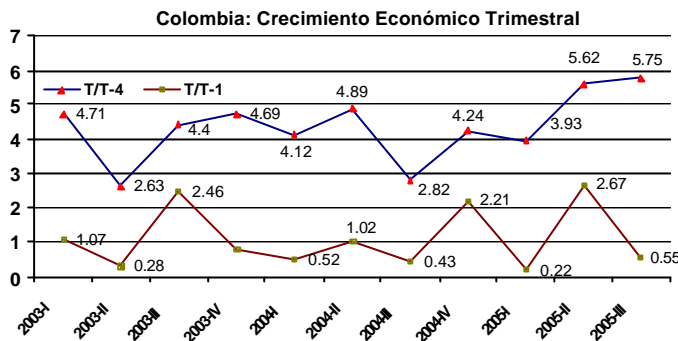
El gobierno argentino también ha anunciado que compensará al Banco Central por el uso de sus reservas con un bono no negociable a 10 años cuyo interés es inferior al que el Gobierno pagaba por el crédito del Fondo Monetario. Esta operación le permite al gobierno reducir su pago de intereses y mejorar el perfil de amortización de su deuda, dado que las amortizaciones del crédito del FMI estaban concentradas en los próximos tres años. Sin embargo, el stock de deuda permanecerá sin variación⁹. Para algunos analistas¹⁰, la cancelación de la deuda argentina con el Fondo Monetario Internacional puede tener algunas implicaciones negativas:

1. El Gobierno tendrá más libertad para implementar políticas heterodoxas y no negociará ningún programa nuevo con el FMI.
2. Esta operación abre la puerta para posibles operaciones de financiamiento del presupuesto del Gobierno Central por parte del Banco Central. Con esta acción se debilita la independencia del Banco Central, que se convertirá en un acreedor más del gobierno.
3. La cancelación de la deuda implica el uso de más de una tercera parte del stock de Reservas Internacionales que constituían un importante "colchón" para períodos de inestabilidad económica y financiera.

⁹ UBS, Global Economic & Strategy Research, 4 de enero 2006.

¹⁰ UBS, diciembre 2006.

Gráfico No.8



El Comité de Política Monetaria del Banco Central de **Colombia** mantuvo la tasa de interés de política monetaria en 6% durante el mes de diciembre y señaló que continuará con intervenciones discretas en el mercado cambiario. De acuerdo a algunos analistas la política monetaria se mantiene relajada y el Banco Central tendrá que ajustar las

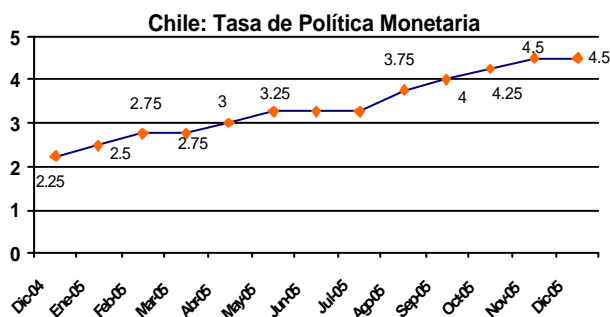
tasas de interés durante el 2006 para cumplir con la meta de inflación (4.5%+-0.5%).

Durante el tercer trimestre de 2005, la economía colombiana creció en 5.75% respecto al mismo período del año anterior y en 0.55% respecto al trimestre inmediato anterior. Con relación al segundo trimestre de 2005, el sector de mayor crecimiento fue el de la construcción (14,36%), seguido de lejos por establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas (1,45%). Mientras tanto, los sectores de explotación de minas y canteras (-0,62%), agropecuario, silvicultura, caza y pesca (-0,62%); industria manufacturera (-0,92%); y servicios sociales, comunales y personales (-1,69%), registraron caídas durante el tercer trimestre de 2005.

En el tercer trimestre de 2005, la demanda interna creció en 10,33% frente al mismo trimestre del año anterior, debido a un crecimiento del consumo final de 5,24% y de la formación bruta de capital (32,47%). Respecto al segundo trimestre de 2005, la demanda interna aumentó 2,16%, debido al crecimiento de la formación bruta de capital de 10,68% y de la disminución del consumo final en (0,06%).

El Banco Central de Colombia continúa interviniendo de manera importante en el mercado cambiario para prevenir una mayor apreciación del peso colombiano. Para ello, durante los primeros once meses del año esta entidad compró un total de USD 4.7 mil millones, monto superior al negociado durante el año 2004 (USD 2.9 mil millones)¹¹.

Gráfico No.9



En el caso de **Chile**, durante el mes de diciembre el Banco Central decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 4.5%, debido a que las autoridades consideran que el entorno internacional continúa siendo favorable y que las condiciones financieras de ese país siguen favoreciendo la actividad económica¹². Los menores precios de los combustibles y la significativa apreciación

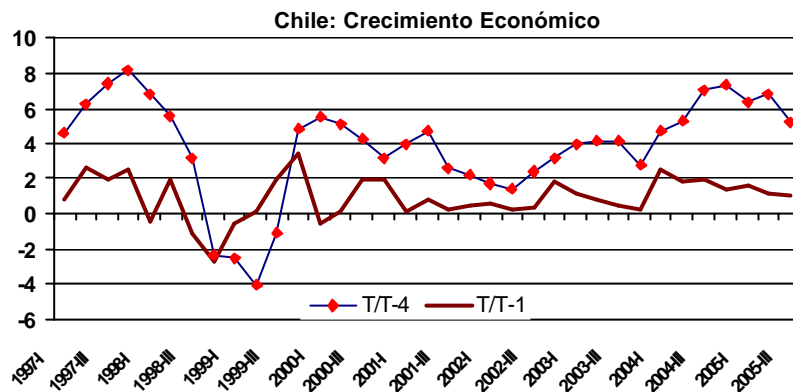
¹¹ Goldman Sachs, Emerging Markets Daily Economic Comments, 19 de diciembre 2005.

¹² Banco Central de Chile, Informe de Política Monetaria, diciembre 2005.

del peso chileno, también fueron elementos que sustentaron la decisión de las autoridades monetarias y que contribuyeron a que la inflación subyacente se mantenga debajo del 3%.

Durante el tercer trimestre de 2005, la economía chilena registró un crecimiento económico de 1% respecto al valor registrado el trimestre inmediato anterior y de 5.2% en relación al mismo período del año anterior. Respecto al mismo período del año anterior las industrias que presentaron el mejor desempeño fueron: productos metálicos, maquinaria y equipo (11.7%) y alimentos y bebidas (8.5%). En contraste las industrias de menor actividad fueron las del cobre (-4.9%), papel e imprentas (-8.6%) y pesca (-4%).

Gráfico No.10



En **Venezuela** las autoridades económicas informaron que los ingresos impositivos no petroleros finalizaron el 2005 con un crecimiento anual de 70%, alcanzando los USD 17.9 mil millones. Para el año 2006 el Gobierno ha anunciado una recaudación objetivo de USD 18.6 mil millones, pero de acuerdo a las autoridades de recaudación los ingresos podrían alcanzar incluso los USD 23 mil millones.

De acuerdo al Instituto de Estadísticas y Geografía de **Brasil**, durante el tercer trimestre de 2005 la economía Brasileña registró un crecimiento de 1% respecto al mismo período del año anterior y una reducción de 1.2% en términos trimestrales, interrumpiendo así ocho trimestres consecutivos de resultados positivos. En relación al trimestre anterior la producción agrícola e industrial cayeron en 3.4% y 1.2%, respectivamente. La inversión y el consumo del gobierno también se redujeron en 0.9% y 0.4%, respectivamente, mientras que el consumo de los hogares, las exportaciones y las importaciones crecieron en 0.8%, 1.8% y 1.4%, respectivamente¹³. De esta manera la demanda agregada creció en 0.4% durante el tercer trimestre, en contraste con una variación de 2.2% registrada en el segundo. En relación al tercer trimestre de 2004, la demanda agregada creció en 2.4%.

A pesar del menor crecimiento económico las autoridades económicas han señalado que la información provista por los indicadores adelantados y coincidentes sugieren que la actividad económica tenderá a recuperarse en los próximos meses.

En su reunión del mes de diciembre, el Banco Central de Brasil decidió continuar con la política de reducción de tasas de interés que ha venido implementando desde el mes de

¹³ Banco Central de Brasil, Informe de Política Monetaria.

septiembre, ajustando la tasa SELIC en 50 puntos básicos. Con este ajuste la tasa se ubica en 18%.

En el ámbito externo, durante los once primeros meses del año el superávit de la balanza comercial llegó a USD 40.4 mil millones. Las exportaciones alcanzaron USD 10.8 mil millones en noviembre, incrementándose en 32.2% respecto al mismo mes del año anterior. Las exportaciones de bienes manufacturados y semimanufacturados crecieron en 26.4% y 16.7%, respectivamente. Los productos que explican el crecimiento de las exportaciones manufactureras son la gasolina, el fuel, productos de acero y hierro, vehículos y transmisores. En el caso de los bienes semimanufacturados se registraron incrementos en la exportación de azúcar, soya, aceite, celulosa, aluminio y cuero. Las exportaciones de productos primarios registraron un crecimiento de 50.5% en relación a noviembre de 2004.

De acuerdo a las encuestas de expectativas de mercado¹⁴, la economía brasileña cerraría el 2005 con un crecimiento económico de 2.5% y crecería en 3.5% en el 2006. En cuanto a la tasa de interés de política monetaria, el mercado espera que se sitúe en 15.38% a fines de 2006 y alcance un promedio anual de 15.82%. En relación a la cotización del real respecto al dólar, esta alcanzaría a fines de 2006 los 2.43 reales por dólar. En términos promedio anual la cotización sería de 2.34 reales por dólar. Finalmente, se espera que la inflación alcance en el 2006 una variación de 4.5%.

En el caso de **Perú**, en diciembre el Banco Central aumentó la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario por primera vez en el año, ajustándola de 3% a 3.25%. De acuerdo a las autoridades económicas “ esta decisión se tomó para contribuir a la reducción de la volatilidad cambiaria y para encarecer el costo de movimientos especulativos”. Con esta decisión el Banco Central busca que la tasa de inflación se ubique en 2,5%, con un rango de variación de 1% en el horizonte temporal de influencia de la política monetaria (aproximadamente un año). El Banco Central también aprobó la elevación de las tasas de interés de las operaciones activas y pasivas del Banco Central. Así, la tasa de interés de las operaciones de compra directa temporal de títulos valores y de los créditos de regulación monetaria aumenta a 4,00% y la tasa de interés de los depósitos overnight se eleva a 2,50%.

¹⁴ Con fecha 9 de diciembre de 2005.

II. MERCADO FINANCIERO INTERNACIONAL

La política monetaria que fue aplicada durante el año 2005 se mantuvo inalterable a lo largo de ese ejercicio económico. La tasa objetivo referencial de los fondos federales que es definida por el Comité Abierto (FOMC) de la Reserva Federal de los EE.UU. , pasó del 2.25% al 4.25% entre enero y diciembre del 2005. La variación anteriormente indicada se la logró mediante ocho incrementos consecutivos de 25 puntos básicos cada uno, que fueron decididos en todas las sesiones que el FOMC mantuvo en el 2005 (**Cuadro 1**). Asimismo, la decisión de incremento fue unánime por parte de los miembros del FOMC con excepción de lo resuelto en la sesión del 20 de septiembre, en la cual se registró un voto en contra.

Cuad. 1

2005 FOMC Schedule of Meetings				
Date	Rate %	Risk Assessment	Time	
(Growth/Prices)				
Start	2.25	Balanced		
Feb 02	2.50	Balanced	2:17	
Mar 22	2.75	Balanced	2:17	
May 03	3.00	Balanced	2:16	
Jun 30	3.25	Balanced	2:15	
Aug 09	3.50	Balanced	2:17	
Sep 20	3.75	Balanced	2:17	
Nov 01	4.00	Balanced	2:18	
Dec 13	4.25	Balanced	2:13	

La definición de la tasa objetivo referencial de los fondos federales modula directamente el comportamiento de las tasas del mercado financiero norteamericano de cortísimo plazo, pero a la vez, dentro del esquema de globalización y competitividad, direcciona indirectamente las tasas de otros mercados financieros y de capitales,. Por ejemplo, durante el 2005, las expectativas y previsiones de los economistas a nivel mundial, daban cuenta de un mantenimiento en la tasa principal de refinanciamiento de la comunidad económica europea, sin embargo, el 1 de diciembre de 2005 el Banco Central Europeo, subió la tasa

de interés hasta el 2.25% a fin de reducir presiones inflacionarias y corregir un flujo inusual de capitales de inversión hacia el mercado norteamericano, en donde la tasa de interés es mayor y existe previsiones de mayor apreciación de la divisa yankee. Dos factores fundamentales que atraen a los inversionistas internacionales.

En términos generales, el entorno generalizado de incremento de tasas, determina estrategias de inversión que permitan tomar ventaja de los movimientos al alza y a la vez, minimicen el impacto negativo de tales movimientos en los precios de los activos que se mantienen en los portafolios de inversión.

TASAS REFERENCIALES VIGENTES HASTA EL 30 DE DICIEMBRE 2005

PAIS	TASA ACTUAL	FECHA VIGENCIA	TASA PREVIA	FECHA VIGENCIA	VARIACION DICIEMBRE
EEUU	4.25%	13-DIC-2005	4.00%	1-NOV-2005	+0.25%
EUROPA	2.25%	1-DIC-2005	2.00%	6-JUN-2003	+0.25%
CANADA	3.25%	6-DIC-2005	3.00%	18-OCT-2005	+0.25%
INGLATERRA	4.50%	4-AGO-2005	4.75%	5-AGO-2004	0%

A continuación se presenta un detalle de lo acontecido en los mercados de renta fija y variable de los EEUU y Europa durante el mes de diciembre de 2005:

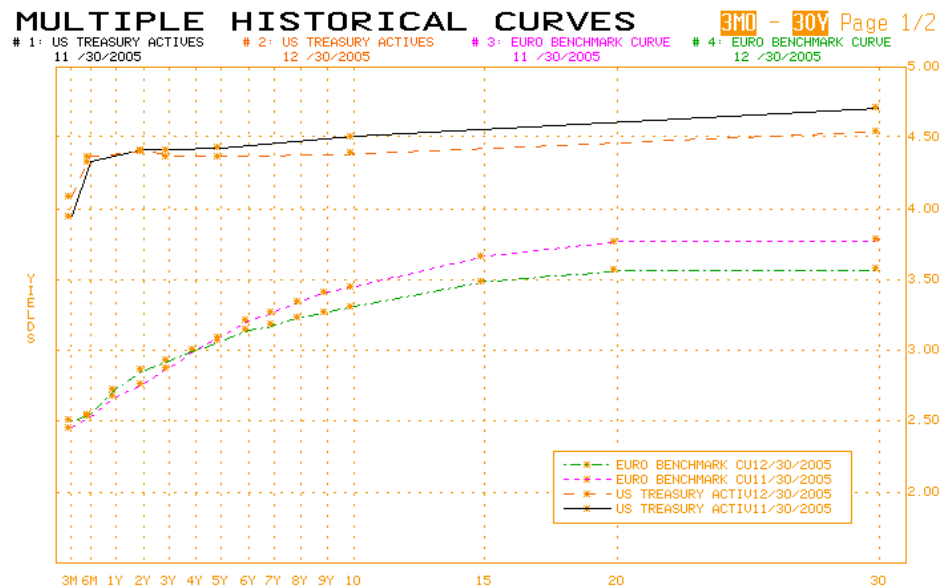
Mercado de renta fija



Los mercados de renta fija norteamericano y europeo, inferidos a través de las curvas de rentabilidad de sus títulos gubernamentales y referenciales, mostraron un aplanamiento entre el 30 de noviembre y diciembre del 2005.

Los tramos cortos, de tres y seis meses, subieron 14 y 5 puntos básicos, en los EEUU y, 5 y 1 puntos básicos en Europa, respectivamente. De su lado, los tramos del mercado de capitales, desde cinco hasta 30 años, bajaron sus rentabilidad en forma generalizada. El tramo de 10 años, el referencial del mercado de capitales, bajó 11 puntos básicos en los EEUU en tanto que en Europa, la baja fue del orden de 15 puntos básicos, tal como se aprecia en el **Gráfico 1**.

Gráfico 1



MULTIPLE HISTORICAL YIELD CURVES

	US TREASURY ACTIVES 11/30/05		US TREASURY ACTIVES 12/30/05		EURO BENCHMARK CURVE 11/30/05		EURO BENCHMARK CURVE 12/30/05	
	YIELD	SRC	YIELD	SRC	YIELD	SRC	YIELD	SRC
3MO	3.942	ML	4.084	ML	2.454	BGN	2.503	BGN
6MO	4.319	ML	4.369	ML	2.531	BGN	2.540	BGN
1YR					2.670	BGN	2.724	BGN
2YR	4.423	ML	4.400	ML	2.760	BGN	2.862	BGN
3YR	4.414	ML	4.367	ML	2.884	BGN	2.920	BGN
4YR					2.998	BGN	2.998	BGN
5YR	4.429	ML	4.357	ML	3.093	BGN	3.068	BGN
6YR					3.200	BGN	3.140	BGN
7YR					3.274	BGN	3.181	BGN
8YR					3.348	BGN	3.230	BGN
9YR					3.409	BGN	3.271	BGN
10YR	4.502	ML	4.391	ML	3.455	BGN	3.309	BGN
15YR					3.668	BGN	3.485	BGN
20YR					3.756	BGN	3.559	BGN
30YR	4.706	ML	4.539	ML	3.782	BGN	3.571	BGN

En concordancia con un movimiento de aplanamiento, 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, acusaron una baja de la rentabilidad.

Financieramente, la presencia de una curva aplanada, favorece estrategias de inversión a plazos cortos y desmotiva la colocación a plazos medianos y largos ya que no hay una prima o spread

lo suficientemente alto que mitigue el riesgo de invertir a plazos más largos, a cambio de una mayor rentabilidad. Comparativamente, el grado de normalidad de la curva de rentabilidad europea es mayor que la norteamericana.

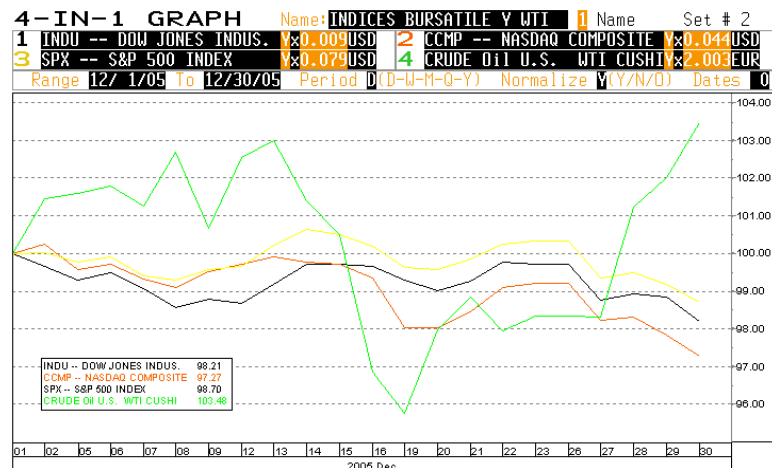
Mercado Bursátil o de renta variable

En términos generales, el incremento de tasas en el mercado financiero, tiene un efecto negativo en el desempeño del sector de renta variable, puesto que supone el encarecimiento del crédito, lo cual puede afectar el grado de utilidades de las empresas y concomitantemente con ello, el precio de sus acciones en el mercado bursátil.

Esa es la lectura que se corrobora al analizar el desempeño de los principales indicadores del mercado norteamericano, entre los que se detallan a los índices Dow Jones (Industrial), Nasdaq (Tecnológico) y el Standard & Poor's (Industrial), los cuales durante el mes de diciembre acusaron una baja en sus cotizaciones tal como se muestra en el **Gráfico 2**.

Gráfico 2

Índices del mercado accionario y petróleo
 Dow Jones (negro),
 Nasdaq (rojo),
 Standard & Poor's 500 (Amarillo)
 WTI (verde)



Adicionalmente, la volatilidad en el precio del petróleo durante el mes de diciembre, que supuso un rebote del precio al alza equivalente a una variación del 8.5% en un lapso de 15 días, (29 noviembre al 13 de diciembre), seguida de una caída de precios en porcentajes equivalentes al 6.6% y finalmente una nueva alza al cierre del mes hasta un precio de USD 61.13 el barril al 30 de diciembre de 2005, se constituyó en un elemento adicional que afectó al sector de renta variable.

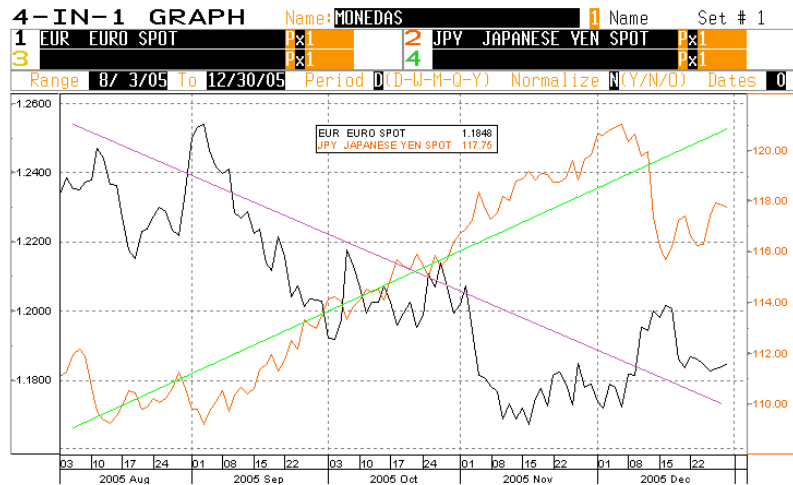
Mercado de divisas

En lo referente al mercado de divisas, el comportamiento de las principales monedas a nivel mundial durante el mes de diciembre cambió en relación con lo que se venía mostrando durante los tres meses previos, tiempo durante el cual el dólar se apreció en relación con el Euro y el Yen¹⁵ tal como se muestra en el **Gráfico 3** Si bien existió un cambio durante el último mes del 2005, la tendencia alcista del dólar norteamericano se mantiene, lo cual resulta del incremento de la demanda de activos denominados en dólares por las razones que fueron mencionadas previamente en este documento.

¹⁵ Entre el 1 de septiembre y 30 de noviembre de 2005, el dólar se apreció 6.4% frente al Euro y 10.9% en relación con el Yen.

Gráfico 3

Euro y Yen
 Evolución de
 cotizaciones
 durante los meses
 de agosto a
 diciembre del



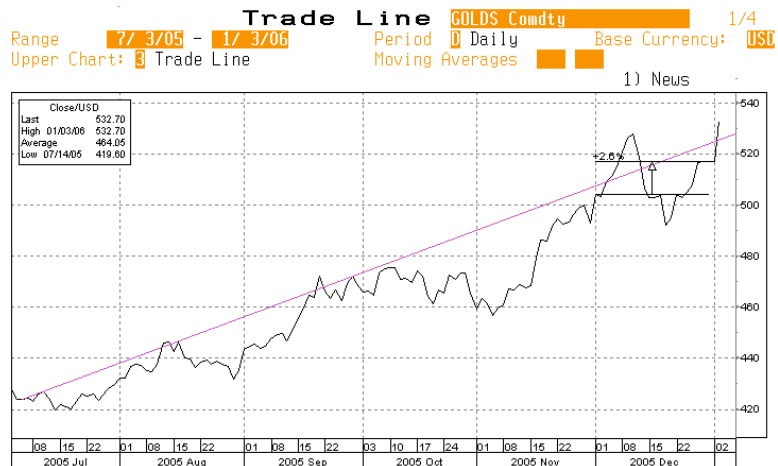
Mercado del oro

Durante el mes de diciembre el oro tuvo un comportamiento con un alto nivel de volatilidad. Entre las fechas de apertura y cierre de mes, el precio spot del oro varió 2.6%, sin embargo entre las cotizaciones máxima y mínima alcanzadas, la variación fue del 6.8% (USD 35.75). En valores, la cotización pasó desde USD 503.90 a USD 517 la onza, entre el 1 y 30 de diciembre de 2005. **Gráfico 4**

Las razones de tal comportamiento se constituyen la demanda cíclica y estacional que existe en el mes de diciembre por parte del sector manufacturero mundial, pero con mayor énfasis por parte de países asiáticos, en especial la India. Recuérdese que el mercado manufacturero representa alrededor del 70% de la demanda del oro a nivel mundial. De otro lado, los anuncios por parte de varios gobiernos de incrementar las posiciones de oro en sus reservas internacionales, también presionó los precios de este activo al alza.

Gráfico 4

Cotización SPOT
 del oro
 Evolución
 histórica






Perspectiva de tasas de interés

El resultado del análisis técnico de curvas forward evidencia una nueva alza en la tasa de los fondos federales en los EEUU en un valor de al menos 25 puntos básicos puesto que la tasa para una semana al 15 de febrero de 2006 se ubica en 4.54%. **Gráfico 4** La próxima reunión del Comité de Mercado Abierto del Banco de la Reserva Federal se realizará el 31 de enero de 2006, por lo que sería de esperar que en esa reunión se incremente la tasa objetivo referencial de los fondos federales en 25 puntos básicos, luego de lo que este indicador se ubicaría en el 4.50%.

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%.

Cuadro 2

FORWARD CURVE ANALYSIS		DFD Index		2/15/06	P	6/30/06	P	1/ 5/07	P
BASE CURVE DEFAULTS	BGN	TERM	YIELD						
Curve Dated:	1/ 3/06	D	1 Wk	4.3212	4.5489	R	4.8815	R	4.6551
Settlement Date:	1/ 5/06	E R	1 Mo	4.3975	4.5904	O	4.8118	O	4.6572
Coupon/Spot:	C	P A	2 Mo	4.4831	4.6388	J	4.8361	J	4.6596
Bid/Ask/Mid:	B	O T	3 Mo	4.5444	4.6830	E	4.8628	E	4.6623
FMC #	or SWDF # 26	S E	4 Mo	4.6006	4.7332	C	4.8645	C	4.6651
		I S	5 Mo	4.6537	4.7768	T	4.8726	T	4.6676
		T	6 Mo	4.7100	4.7975	E	4.8761	E	4.6702
			9 Mo	4.8000	4.8583	D	4.8475	D	4.6783
			1 Yr	4.8500	4.8773		4.8348		4.6864
			2 Yr	4.7780	4.7927		4.7804		4.7388
		S R	3 Yr	4.7800	4.7923		4.7882		4.7737
		W A	4 Yr	4.7960	4.8069		4.8089		4.8045
		A T	5 Yr	4.8160	4.8255		4.8291		4.8275
		P E	7 Yr	4.8510	4.8594		4.8653		4.8723
		S	10Yr	4.9100	4.9183		4.9286		4.9428
			15Yr	5.0050	5.0122		5.0210		5.0370
			20Yr	5.0520	5.0581		5.0651		5.0788
			30Yr	5.0810	n/a		n/a		n/a

- 1  Graph
- 2  Update Curve
- 3  Forwards Analysis