

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

**Boletín Mensual**  
**del Entorno Económico Internacional**

**Dirección General de Estudios**  
**Dirección General Bancaria**

**Febrero 2006**

## **Boletín Mensual del Entorno Económico Internacional** **(Febrero 2006)**

- ◆ La publicación de las cuentas nacionales preliminares de los E.E.U.U para el cuarto trimestre de 2005<sup>1</sup>, reflejó un mayor crecimiento económico (1.6%) al anunciado inicialmente (1.1%<sup>2</sup>). A pesar del ajuste al alza del crecimiento, este resultado todavía refleja una desaceleración de la economía americana durante los últimos meses de 2005, respecto a la observado en el tercer trimestre (4.1%). A pesar de la revisión trimestral de la cifras, el crecimiento anual se mantuvo en el 3.5%, inferior al crecimiento anual registrado en el año previo (4.2%).
- ◆ Durante el mes de febrero se hicieron importantes anuncios de posibles recompras de bonos en el mercado financiero internacional por parte de varios países latinoamericanos. Dada la favorable coyuntura de elevados niveles de reservas internacionales, asociados a los favorables términos de intercambio, Brasil, Colombia, Venezuela y México fueron los países que anunciaron una posible reestructura de su deuda. El denominador común de estos países es la fuerte acumulación de reservas internacionales registrada en los últimos años, así como las mayores opciones de colocación de deuda en los mercados domésticos. De esta manera, mediante las operaciones de recompra, no solo se busca ampliar el plazo de vencimiento de la deuda externa sino reducir la participación de ésta en el financiamiento de sus respectivos presupuestos, reemplazándola por financiamiento interno.
- ◆ En el ámbito financiero, durante el mes de febrero S&P mejoró la calificación de deuda de Brasil, y anunció una posible revisión de la calificación de los bonos colombianos. En el tema cambiario, la depreciación del dólar respecto a las monedas latinoamericanas se aceleró, especialmente respecto a las monedas de Brasil y Perú.
- ◆ El Banco Central Europeo volvió a ajustar al alza la tasa de interés para las operaciones de refinanciamiento, elevándola de 2.25% a 2.5% a inicios de marzo y reflejando la intención de evitar posibles repuntes inflacionarios. En el caso de América Latina, mientras en Chile y Perú las autoridades monetarias elevaron las tasas de interés de política monetaria, en Brasil se la continuó reduciendo.
- ◆ En el caso de Estados Unidos, en términos generales, las condiciones económicas actuales y las esperadas facilitarían un nuevo incremento de tasas el próximo 28 de marzo en una magnitud de 25 puntos básicos con lo que la tasa objetivo referencial de los fondos federales se ubicaría en el 4.75%.
- ◆ Durante el mes de febrero el dólar norteamericano se apreció en relación con el Euro y se depreció frente al YEN y varias monedas de América Latina.

<sup>1</sup> Publicación realizada por el Bureau of Economic Analysis el 28 de febrero de 2006.

<sup>2</sup> Publicada el 27 de enero de 2006.

## I. ANALISIS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL

### Estados Unidos

#### Crecimiento Económico

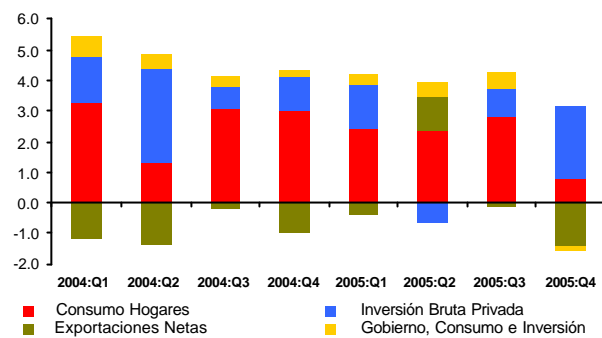
La publicación de las cuentas nacionales preliminares estadounidenses para el cuarto trimestre de 2005, reflejó un mejor desempeño económico al estimado inicialmente. Así, el crecimiento económico habría sido de 1.6%, situándose por arriba del 1.1% publicado en el avance preliminar<sup>3</sup>. El ajuste al alza de la cifra refleja una mayor dinámica del consumo y de la inversión privada.

Así, el crecimiento del consumo privado fue revisado de 0.76% a 1.2%, mientras que en el caso de la inversión privada, la estimación inicial fue de 1.95% y el dato revisado ascendió a 14.8%. Las importaciones de bienes también registraron una fuerte revisión al alza; su variación pasó de -1.32% a 14%. Por su parte, el gasto del gobierno (consumo e inversión) registró una caída de 2.6% en términos reales, que contrasta con el crecimiento de 7.4% registrado durante el tercer trimestre.

A pesar de la revisión al alza de la cifras del cuarto trimestre, se confirmó la desaceleración de la economía americana durante los últimos meses de 2005, en relación al desempeño registrado en el tercer trimestre (4.1%). A pesar de los cambios en las cifras trimestrales, el crecimiento anual de la economía se mantuvo en el 3.5%, por debajo del crecimiento anual registrado en el año previo (4.2%).

Durante el mes de febrero, los indicadores de coyuntura de la economía estadounidense continuaron presentando mensajes divergentes. Si bien por un lado los indicadores de la actividad de las industrias manufacturera y no manufacturera mostraron un desempeño positivo, los indicadores de expectativas del consumidor presentaron resultados menos alentadores (ver cuadro No.1).

Gráfico No.1  
 Contribución al Crecimiento del PIB



Cuadro No.1  
 E.E.U.U: Indicadores de Coyuntura

Indicador	Período	Cifra actual	Cifra previa
ISM Manufacturing	Febrero	56.7	54.8
ISM Non-Manufacturing	Febrero	60.1	56.8
Continuing Claims	Febrero 11	2495K	2511K
Consumer confidence	Febrero	101.7	106.3
U. of Michigan Confidence	Febrero	86.7	87.4

<sup>3</sup>Cabe recordar que el BEA de Estados Unidos realiza tres publicaciones de las cuentas nacionales, el denominado avance, las cifras preliminares y las definitivas. De esta manera, el 1.6% corresponde todavía a cifras preliminares.

El Índice de Confianza del Consumidor<sup>4</sup> calculado por el Conference Board<sup>5</sup>, cayó al pasar de 107.7 en enero (1985=100)<sup>6</sup> a 106.8 en febrero. Este resultado se explica por la mayor incertidumbre existente respecto a la evolución de la economía en el futuro cercano, la cual contrarrestó la percepción positiva de los consumidores en relación a la situación actual de la economía estadounidense. Así, el Índice de Expectativas de los Consumidores cayó de 92.1 a 83.3 entre enero y febrero, ubicándose en el nivel más bajo observado en los últimos tres años (excluyendo los dos meses transcurridos tras el Huracán Katrina).

De acuerdo al Director del Conference Board Consumer Research Center, el Índice de percepción del consumidor sobre la situación *actual* de la economía pasó de 128.8 en enero a 129.3 en febrero, ubicándose en el nivel más elevado registrado desde hace cuatro años y medio, lo cual sugiere que al menos en los primeros meses de 2006, el desempeño económico de la economía estadounidense será más dinámico al registrado en el último trimestre del año anterior. The Present Situation Index rose to 129.3 from 128.8.

El porcentaje de consumidores que esperan que las condiciones empresariales se empeoren se incrementó de 10.5% a 11.1%, mientras que aquellos que esperan lo contrario cayeron de 17.9% a 16%, entre enero y febrero. Mientras tanto,

Por su parte, el Índice de la Actividad Manufacturera publicado por el Institute for Supply Management (ISM) refleja que en febrero este sector continuó expandiéndose, alcanzando así 33 meses consecutivos de crecimiento. El desempeño de la actividad manufacturera habría sido más dinámico durante el mes de febrero; así, en contraste con los meses anteriores, el *ritmo* de expansión del sector manufacturero se aceleró en febrero, ya que el índice pasó a 56.7, después de haberse situado en 54.8 en enero.



Algunos analistas<sup>7</sup> insisten en que el crecimiento del primer trimestre de 2006 será mayor al del último trimestre del año anterior, alcanzando una variación anual de 5%. Para los próximos tres trimestres de 2006, las expectativas de crecimiento (3% anual) estarían cercanas al crecimiento potencial de la economía.

## Precios

En enero de 2006 la inflación estadounidense registró un repunte respecto a la variación de precios observada en diciembre. Así la inflación mensual fue de 0.7%, cifra que contrasta con la variación negativa de 0.1% observada en diciembre. Este repunte de

<sup>4</sup> Compuesto por el Índice de Expectativas, el Índice de Percepción sobre la situación actual de la economía, y, el Índice de Percepción sobre el Mercado Laboral.

<sup>5</sup> La encuesta de confianza del consumidor se basa en una muestra de 5.000 hogares estadounidenses.

<sup>6</sup> The Conference Board, 28 febrero de 2006.

<sup>7</sup> ECR-MFR, 28 febrero 2006.

**Cuadro No.2**  
**E.E.U.U: Inflación Mensual**

	Jul-05	Ago-05	Sep-05	Oct-05	Nov-05	Dic-05	Ene-06
<b>Todos los ítems</b>	0.6	0.6	1.2	0.3	-0.7	-0.1	0.7
Alimentos y Bebidas	0.2	0.1	0.3	0.2	0.3	0.1	0.5
Vivienda	0.4	0.2	0.5	0.9	0.4	0.2	0.5
Transporte	2.1	2.3	5	-1.2	-4.9	-0.7	1.8
Medical Care	0.4	0.1	0.3	0.6	0.5	0.2	0.1
Recreación	0.1	0.3	0.4	0.2	-0.1	0.1	0
Educación, Comunicación	0.1	0	0.6	0	0.4	0.2	0.4
Otros bienes y servicios	0.5	0.2	0.2	0.1	0.3	0.4	0.3
Energía	5.3	5.1	11.8	0	-8.1	-2.1	5
Alimentos	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1	0.5
<b>Índice excluido Alimentos energía</b>	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2

Fuente: Bureau of Labor Statistics

precios se explica básicamente por el mayor ritmo de crecimiento del índice de los precios de la energía. En contraste con las variaciones negativas registradas en los meses de noviembre (-8.1) y diciembre (-2.1), el índice de precios que mide los costos de aquellos rubros asociados a la energía

(commodities y servicios), alcanzó una variación de 5% en el mes de enero, lo cual se asocia al repunte en el precio internacional del petróleo (el precio promedio del crudo WTI pasó de USD 59.4 por barril en diciembre a USD 65.5 por barril en enero).

Por su parte, la inflación subyacente (excluye alimentos y energía) alcanzó una variación de 0.2%, similar a la registrada en los meses anteriores. La estabilidad de la inflación subyacente en un contexto de repunte de los precios de la energía, se explica de acuerdo a algunos analistas<sup>8</sup> por la poca capacidad que tiene el sector energético de trasladar los mayores precios de las materias primas a los consumidores de los productos finales. (reducido "pricing power" del sector energético)<sup>9</sup>.

En términos anuales, en enero el índice general de precios registró una variación de 4.0%, superior a la observada en diciembre de 2005 (3.4%). Por su parte, la inflación subyacente alcanzó una variación anual de 2.1%, similar a la observada en diciembre (2.2%).

De acuerdo a algunos analistas, debido a un menor repunte del precio del petróleo, se esperaría que en el 2006 la inflación estadounidense sea menor a la registrada en el 2005.<sup>10</sup>

En un escenario de bajas presiones inflacionarias y de expansión de la economía, en general los analistas económicos coinciden en que durante el segundo semestre de 2005 la Reserva Federal de los Estados Unidos terminará con la fase de ajustes consecutivos de la tasa de interés iniciada en febrero de 2005 (10 ajustes al alza hasta el 31 enero de 2006). Las diferencias de criterios más bien aparecen en cuanto al nivel de la tasa de los Fondos Federales en el cual cesará el mencionado ajuste (Ver Recuadro No.1).

<sup>8</sup> Wachovia, Economics Group, febrero 16 de 2006.

<sup>9</sup> Esto podría deberse a una alta elasticidad de la demanda de bienes finales que utilizan bienes energéticos como insumo.

<sup>10</sup> MFR, Global Commentary, 22 de febrero 2006.

**Recuadro No.1**  
**Perspectivas sobre la Economía Estadounidense**

**J.P Morgan:** Ha ajustado al alza las proyecciones de crecimiento económico de Estados Unidos para este año al 3.4% y espera que la tasa de interés de los fondos federales se sitúe en 4.75% en marzo, 5% en junio y se mantenga en ese nivel hasta fin de año. Para fines de 2007, estiman que la tasa de la FED se situará en 6%.<sup>11</sup>.

**Merry Linch**<sup>12</sup>: La FED terminaría su ciclo de ajustes de las tasas de interés cuando la tasa alcance el 4.75% e iniciará un ajuste de las tasas de interés hacia la baja en el segundo semestre de 2006 hasta alcanzar el 4.25%. Se espera que el rebajamiento de la política monetaria continúe hasta el primer trimestre de 2007, cuando la tasa FED descienda a 3.75%.

**ECR:** Esperan mayores presiones inflacionarias y por lo tanto mayores ajustes monetarios, con lo cual estiman que en algún momento habrá una fuerte corrección de los mercados de los activos en todo el mundo. Si bien es difícil saber en qué momento se va a producir este escenario, señalan que podría ocurrir a mediados/comienzos de la segunda mitad de este año.<sup>13</sup> Este grupo de analistas considera que la FED elevará los intereses a corto plazo hasta el 5.5-6%, durante los próximos trimestres y que el Banco Central Europeo subirá los intereses hacia el 2.75%; esperan también una reducción la relajación de la política monetaria por parte del Banco Central de Japón, especialmente a partir del 2007.

**UBS:** Consideran que la Reserva Federal no elevará la tasa de los fondos federales en la reunión de marzo, debido a la creciente evidencia de que la economía se estaría desacelerando, especialmente en el sector inmobiliario<sup>14</sup>.

**Wachovia:** Esperan dos ajustes adicionales en la tasa de los Fondos Federales, el uno en marzo y el otro en Mayo, señalando que ésta permanecería en el 5% hasta el cuarto trimestre del 2007.

**HSBC:** Esperan que la FED ajuste la tasa hasta el 5.25%.

## Área Euro

En la reunión del 2 de marzo de 2006 el Consejo de Gobernadores del Banco Central Europeo decidió incrementar la tasa de interés para las operaciones de refinanciamiento de 2.25% a 2.5%. Se señaló que el ajuste de las tasas de interés contribuirá a mantener ancladas las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo de los agentes económicos<sup>15</sup>. De acuerdo al Banco Central Europeo (BCE), los intereses tanto nominales como reales permanecen todavía en niveles muy bajos.

De acuerdo a las estimaciones de Eurostat el crecimiento trimestral del PIB durante el último trimestre de 2005 habría sido de 0.3%, significativamente menor al observado en el tercer trimestre (0.6%). El BCE ha señalado que las condiciones están dadas para una mejor desempeño económico durante el primer trimestre de 2006. Así, el entorno externo permanece favorable y las condiciones financieras a nivel interno también continúan

<sup>11</sup> J.P Morgan, Global Data Watch, 3 de marzo de 2006.

<sup>12</sup> Merrill Linch, Interest Rate Outlook, 3 de marzo de 2006.

<sup>13</sup> ECR, Global Financial Markets, 23 de febrero de 2006.

<sup>14</sup> UBS, Global Emerging Market Daily, 17 de febrero de 2006.

<sup>15</sup> Banco Central Europeo, Boletín Mensual, marzo 2006.

estimulando las actividades de inversión y las operaciones de reestructuración de balance de las empresas.

Las proyecciones de crecimiento económico fueron revisadas al alza por el BCE. Así, de acuerdo a las proyecciones del BCE publicadas en marzo, el crecimiento anual del PIB se situaría entre 1.7% y 2.5% en el 2006 y sería de 2.5% en el 2007.

En el ámbito de los precios, de acuerdo a las estimaciones de Eurostat la variación anual del índice armonizado de precios al consumidor (HIPC por sus siglas en inglés) del Area Euro, habría sido de 2.3% en febrero, en relación al 2.4% registrado en enero. Se espera que en el corto plazo, la inflación se mantenga por encima del 2%. Más allá del corto plazo, se esperan posibles presiones inflacionarias asociadas a cambios en los precios administrados y ajustes de los impuestos indirectos, que afectarían la inflación del 2006 y 2007.

### América Latina y el Caribe

#### *Precios*

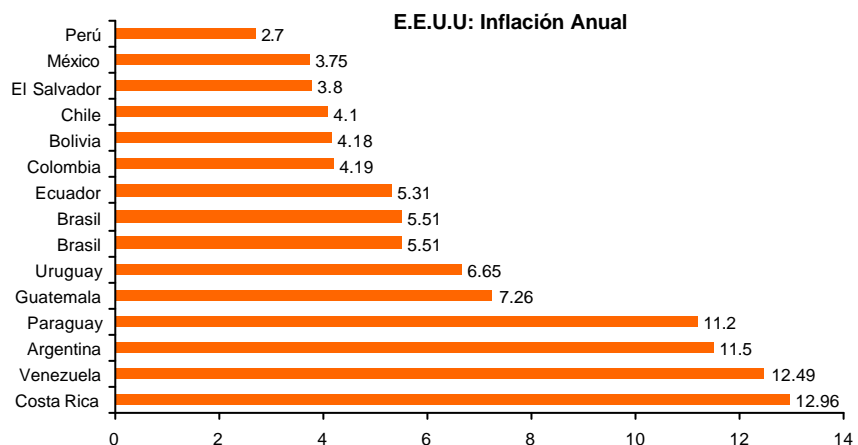
En febrero de 2006, Costa Rica, Venezuela, Paraguay y Argentina continuaron presentando las mayores tasas de **inflación anual** en la región. Por su parte, Perú, México, El Salvador, Bolivia, Chile y Colombia registraron las menores tasas de inflación (ver gráfico 3). En términos mensuales los mayores repuntes del ritmo de crecimiento de los precios se registraron en Costa Rica, Ecuador, Uruguay y Colombia (ver cuadro 3).

En el caso de Perú la inflación registrada en febrero fue la más alta de los últimos once meses, y las autoridades han señalado que el repunte del índice de precios se explica por alzas coyunturales de los precios de algunos productos (pollo, papa), y de los gastos en pensiones y matrículas. Cabe señalar que el mayor ritmo de crecimiento de los precios de algunos alimentos también explicó gran parte de la inflación registrada en enero.

**Cuadro No.3**

Inflación Mensual	
	Feb-06
Venezuela	-0.36
Argentina	0.4
Uruguay	0.67
Ecuador	0.8
Colombia	0.66
Bolivia	0.31
Brasil	0.41
Chile	-0.1
Perú	0.55
Brasil	0.41
El Salvador	0.5
Costa Rica	0.89
Guatemala	-0.03
México	0.15
Paraguay	1.1

**Gráfico No.3**



En Colombia, la inflación de febrero se situó por debajo de la inflación registrada en el mismo mes de 2005 (1,02%) y es el valor más bajo registrado a partir de 1970 cuando mostró una variación de 0,02 por ciento. En Argentina, la inflación mensual (0.4%) fue una de las más bajas registradas en los últimos meses.

### *Política Monetaria*

El Comité de Política Monetaria del Banco Central de **Colombia** mantuvo la tasa de interés de intervención en 6% durante el mes de febrero y señaló que continuará con intervenciones discretas en el mercado cambiario. La determinación se tomó luego de analizar las proyecciones de inflación, la situación de la economía nacional (cuyo crecimiento en 2006 se pronostica entre 4.5% y 5%) y la favorable situación internacional<sup>16</sup>.

La calificadora de riesgos S&P mejoró las perspectivas de una posible revisión en la calificación crediticia de los bonos soberanos de largo plazo con calificación BB, la misma que podría pasar de estable a positiva. Esta posible mejora refleja una mejor percepción externa de la situación económica del país, así como de los indicadores del sector externo (crecientes reservas internacionales, reducción de la deuda externa). Algunos analistas esperan que la recalificación se concrete durante el primer semestre del año.

En el caso de **Chile**, durante el mes de febrero el Banco Central (BCCh) decidió aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 4,75% anual, luego de haberla mantenido estable el mes anterior. Entre los argumentos que respaldan esta decisión se encuentran: un entorno externo favorable para la economía chilena (ya que persiste un elevado precio del cobre y un propicio ambiente financiero internacional); condiciones financieras expansivas en el mercado doméstico; un crecimiento económico que se sitúa por encima de su tendencia. De acuerdo al BCCh esto último reafirma que la desaceleración del producto observada durante el tercer trimestre del año pasado habría sido transitoria.

El Banco Central estima que en el escenario más probable, continuará reduciendo pausadamente el estímulo monetario prevaleciente, de manera de mantener una trayectoria esperada para la inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.

De acuerdo al Ministro de Economía de Chile, la economía alcanzaría un crecimiento de 5.5-6% durante el 2006, y un superávit fiscal de 3.5% del PIB.

En el caso de **Perú**, en febrero el Banco Central aumentó la tasa de interés de referencia de 3.50% a 3.75%. El 2 de marzo el Banco Central decidió elevar de nuevo la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario de 3,75% a 4%, considerando que el dinamismo de la actividad económica previsto para 2006 (5,0 por ciento) es coherente con el cumplimiento de la meta de inflación (de 1,5 a 3,5 por ciento) y que el alza de la tasa de interés de referencia ayudará a prevenir situaciones de volatilidad al alza en el mercado cambiario. El Banco Central señaló que de ser necesario continuará interviniendo para reducir la volatilidad en el mercado cambiario.

<sup>16</sup> Banco Central de la República de Colombia, Comunicado de Prensa, 17 febrero 2006



El 8 de marzo el Banco Central de **Brasil** volvió a reducir la tasa SELIC de 17.25% a 16.50%, continuando así con una política de relajación monetaria.

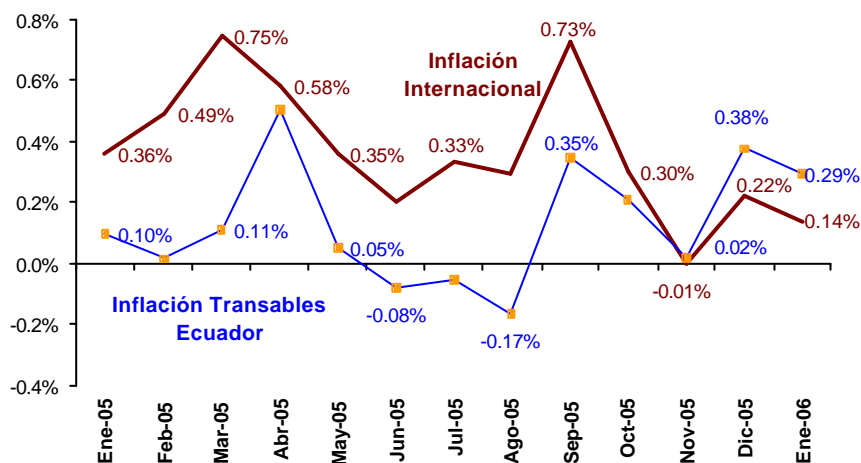
### Inflación Internacional

Tras la reducción de la inflación internacional<sup>17</sup> en los meses de octubre y noviembre de 2005, influenciada por la caída de los precios del petróleo en el mercado internacional, la inflación se aceleró nuevamente en el mes de diciembre, entre otros factores, debido a la recuperación de los precios del petróleo. Después de absorbido este último choque en el precio del petróleo, en el mes de enero de 2006 la inflación internacional disminuyó hasta alcanzar 0.14%, lo cual refleja una desaceleración de la inflación en relación al año previo, en el que la inflación mensual del mes de enero se ubicó en 0.36%.

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. En teoría, 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. Cabe anotar que por primera vez en el año, durante diciembre la inflación del Ecuador se ubicó por arriba de la inflación de sus principales socios comerciales, y en enero de 2006 este fenómeno se repitió (ver gráfico 4).

**Gráfico No.4**  
**Inflación Mensual Internacional\* y del Ecuador**



\*Calculada considerando la inflación de los 16 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 con el Ecuador

<sup>17</sup> 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

## II. MERCADOS FINANCIEROS

### *Mercado de Renta Fija*

Los recientes anuncios de recompra de deuda externa por parte de algunos países latinoamericanos, reflejan la intención de los gobiernos de reemplazar la deuda denominada en moneda extranjera por financiamiento interno. La creciente predisposición de los inversionistas a adquirir bonos en los mercados locales de los países emergentes, se explica tanto por los bajos rendimientos que actualmente se obtienen en los países desarrollados, así como por una mejora en la percepción de la situación económica de dichas economías<sup>18</sup>.

En febrero de este año el gobierno de **Brasil** anunció que ejercerá la opción de call de los Bonos Brady; el Ministerio de Finanzas plantea utilizar las reservas monetarias internacionales para recomprar los bonos Brady, cuyos períodos de vencimiento fluctúan entre 2009 y 2024. Se estima que el valor de mercado de estos bonos asciende a USD 6.64 mil millones, y que con la operación el gobierno liberaría un colateral ( en bonos del Tesoro que respaldan los bonos PAR y Descuento) por alrededor de USD1.5 mil millones. Adicionalmente, el gobierno ha señalado que esta operación generaría un ahorro por concepto de intereses de USD 345 millones.

Esta operación de recompra es parte del programa de reducción de deuda externa, con el cual el Gobierno brasileño pretende retirar hasta USD 20 mil millones de deuda hasta fines de 2006. Hay que recordar que en diciembre del año pasado Brasil prepagó los créditos con el FMI por un total de USD 15.5 mil millones. Adicionalmente, en enero de 2006, prepagó los USD 2.6 mil millones de deuda pendiente con el Club de París. Con estas operaciones, la deuda externa ha caído desde USD 114.7 mil millones a fines de 2004, a USD 86.3 mil millones a fines de enero de 2006, pasando del 19% del PIB a fines del 2004 a menos del 11% del PIB a inicios de 2006<sup>19</sup>. Cabe anotar que en febrero la calificadora de riesgos S&P mejoró la calificación de crédito de los bonos soberanos de largo plazo de Brasil, subiéndola de BB- a BB.

Para algunos analistas<sup>20</sup>, el anuncio realizado en la última semana de febrero, en el sentido de que se eliminarían los impuestos a las ganancias de capital para las inversiones de extranjeros en bonos del gobierno brasileño (denominados en moneda local), podría incrementar la demanda de la deuda denominada en reales. La fuerte apreciación del real respecto al dólar registrada en octubre, también fue resultado de la reacción de los mercados financieros ante el mencionado anuncio, ya que se anticipó un mayor ingresos de capitales externos para adquirir bonos del gobierno brasileño.

Otras economías emergentes, como México y más recientemente Rusia y Sudáfrica, están buscando reemplazar la deuda denominada en dólares por financiamiento en moneda local. En febrero, Rusia y Sudáfrica, anunciaron emisiones de bonos en moneda local a treinta años.

La economía **mexicana** también anunció la intención de iniciar un proceso de recompra de bonos en el mercado internacional. Adicionalmente, este país inició un programa de venta directa de bonos denominados en dólares a los pequeños inversionistas estadounidenses. Mediante este programa, llamado InterNotes, se ofrece bonos

<sup>18</sup> Credit Suisse, Debt Trading Monthly, 17 de febrero 2006.

<sup>19</sup> Goldman Sachs, Emerging Markets Economic Research, 24 febrero 2006.

<sup>20</sup> Credit Suisse, Debt Trading Monthly, 17 de febrero 2006.

denominados en dólares (de USD 1000 cada uno) a través de 325 brokers estadounidenses. Con este mecanismo, el gobierno planea vender bonos por un total de USD 1.5 mil millones durante los próximos tres años. De acuerdo a las autoridades económicas este mecanismo permitiría un refinanciamiento de la deuda externa mexicana en condiciones financieras más favorables, ya que los pequeños inversionistas están dispuestos a obtener menores rendimientos, en comparación con los grandes inversionistas.

En **Venezuela**, el Ministro de Economía anunció la intención de recomprar un total de USD 3.9 mil millones de los Bonos Brady entre los meses de marzo y junio de este año. En el mes de marzo se recomprarían USD 700 millones de bonos y se recurriría a la opción de call para recomprar el resto en los próximos dos meses. Al igual que Brasil, las autoridades buscan reducir su exposición a la deuda denominada en moneda extranjera. En el caso de Venezuela, el gobierno estaría aprovechando los elevados ingresos por exportación de petróleo para mejorar la estructura de la deuda pública externa. Durante el 2005, las exportaciones petroleras alcanzaron un total de USD 48 mil millones contribuyendo a aumentar el nivel de reservas internacionales del país a USD 28.6 mil millones.

La **economía colombiana** también ha anunciado una potencial recompra de bonos externos por USD 4.3 mil millones. Con esta operación el Gobierno continuaría con una estrategia de manejo de deuda que busca incrementar el vencimiento promedio de la deuda externa y reestructurar el financiamiento del Gobierno Central, reemplazando el endeudamiento externo por interno.

Si bien no hay mayores detalles respecto a la operación de recompra anunciada por el Gobierno, los analistas de mercado anticipan que el Gobierno colombiano podría o bien simplemente recomprar los bonos Global 2010 y 2015, o de manera adicional a la recompra, colocar un nuevo bono Global a 15 años plazo.

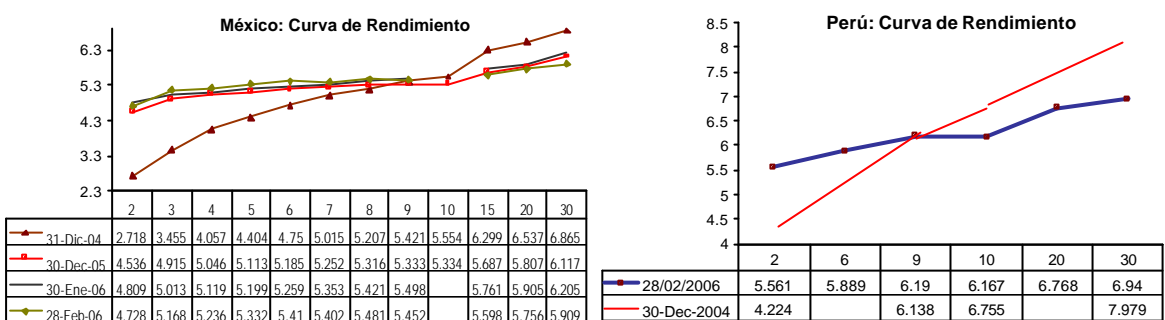
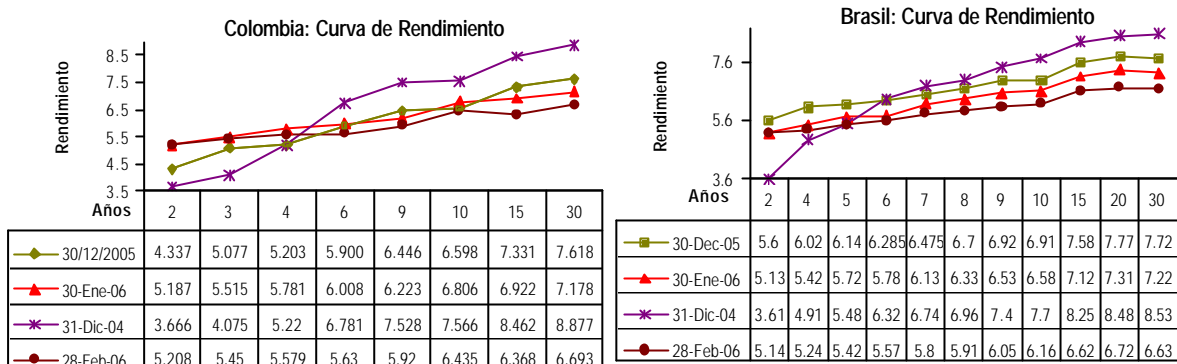
Cabe notar que desde el mes de septiembre de 2005 el Ministerio de Finanzas ha comprado un total de reservas internacionales por USD 3 mil millones, con el objetivo de utilizar parte de estas reservas en operaciones de recompra (como aquella realizada en septiembre de 2005). Ante el anuncio de posibles recompras, algunos analistas<sup>21</sup> esperan que la demanda de reservas internacionales por parte del Ministerio de Finanzas continúe en los próximos meses.

Finalmente, otro de los argumentos para cambiar la estructura de endeudamiento externo de los países latinoamericanos, es el reemplazar deuda de corto plazo por deuda de mayor plazo, en un contexto en el cual las curvas de rendimiento de varios países latinoamericanos tienden a aplanarse, especialmente en los planos de más de quince años.

Como se observa en los siguientes gráficos, las curvas de rendimiento de los países de América Latina (Brasil, Colombia, Perú y México), han tendido a aplanarse durante los últimos meses, replicando la tendencia observada en el mercado de renta fija estadounidense. Como puede observarse en los siguientes gráficos, la pendiente de la curva de rendimiento en los últimos meses de 2005 e inicios de 2006, tiene una pendiente mucho menor que aquella observada a fines del 2004.

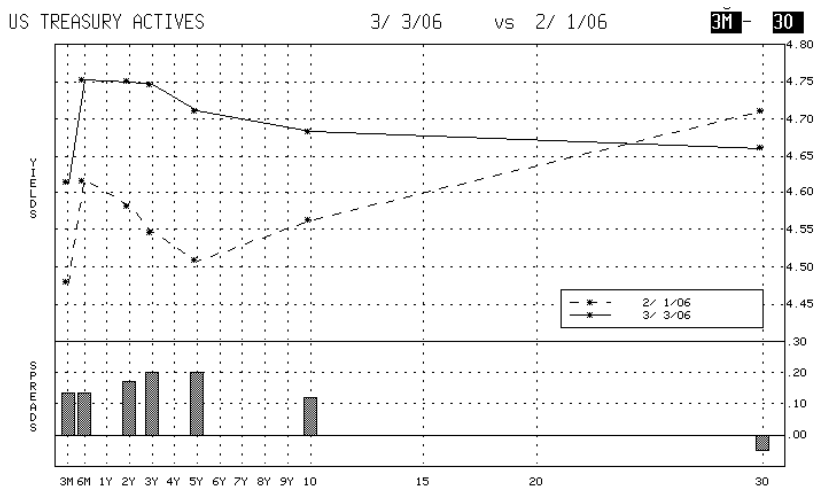
<sup>21</sup> Barclays Capital, Emerging Markets Research, 27 de febrero de 2006.

Gráfico No.5



Por su parte, la curva de rentabilidad de los títulos del Tesoro norteamericano modificó su estructura drásticamente durante el mes de febrero del 2006. Al momento presenta un forma invertida con una joroba en los tramos desde 6 meses hasta 3 años. Las curvas de rendimiento de los títulos del tesoro norteamericano al 1 de febrero y 3 de marzo del 2006, evidencian el cambio en la estructura anteriormente señalado (ver gráfico 6).

Gráfico No.6  
 Curva de Rendimiento Bonos del Tesoro de E.E.U

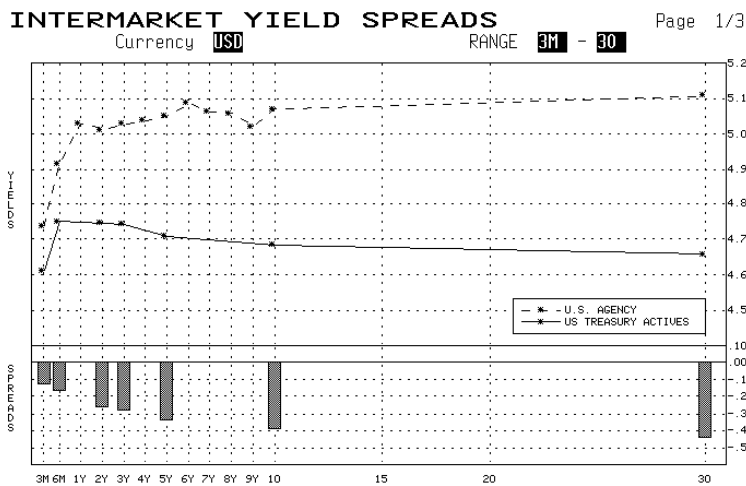


Las rentabilidades que se ofrecen en la joroba de la curva corresponden a 4.751%, 4.75% y 4.746% para los plazos de 6 meses, 2 y 3 años, respectivamente. En tanto, la



rentabilidad para el tramo de 30 años cae hasta niveles del 4.66%. De su parte, en los tramos cortos de la curva de un día hasta 3 meses, las rentabilidades fluctúan entre 4.47% hasta 4.61%. De su parte, el bono referencial del Tesoro a 10 años, está reeditando actualmente una rentabilidad del 4.6841% cuando en octubre del 2005 se ubicaba en 4.357, se esperaría que ahora fluctúe en un rango de 4.65% a 4.99%.

**Gráfico No.7**  
**Spread de los Rendimientos entre títulos norteamericanos**



De su parte, los spreads entre las rentabilidades de los títulos de agencias y títulos del tesoro norteamericano fluctuaron entre 12 hasta 44 puntos básicos tal como se muestra en el gráfico adjunto. Los márgenes se incrementan en los tramos de mayor plazo.

**Mercado de renta variable**

Las perspectivas a la baja de los mercados accionarios, que se comentaron el mes previo, se materializaron para los principales indicadores bursátiles del mercado norteamericano. El Dow Jones, Standard & Poor's 500 y el Nasdaq revirtieron su tendencia de alza al final del mes de febrero. Las razones para ese comportamiento se relacionaron con el ajuste de tasas que se realizó el mes de enero que encareció el fondeo de las empresas y concomitantemente con aquello se redujeron los márgenes de utilidad.

Mientras tanto en Asia, la cifra del PIB de Japón resultó mucho más alta que las esperada; sin embargo el Nikkei se encuentra bajo presión por la política preanunciada de tasas que el gobierno de esa nación va a implantar. Este mes se registró posiciones netas de venta de acciones japonesas, lo cual redundó en una caída de precios.

**Mercado de divisas**

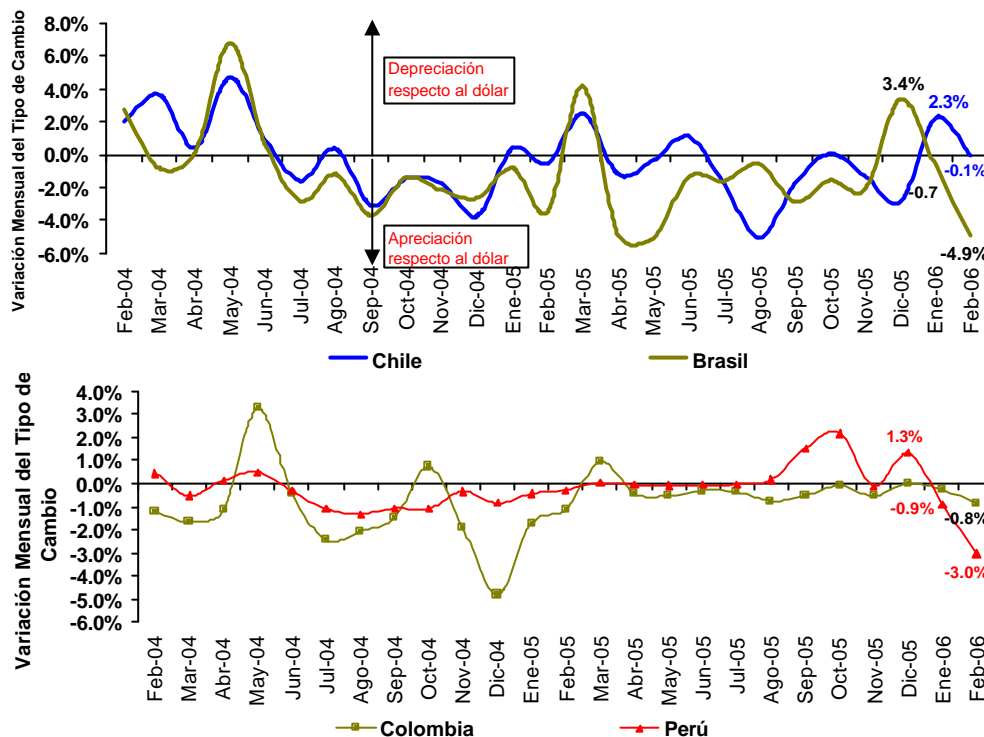
Durante el mes de febrero el dólar norteamericano se apreció en relación con el Euro y se depreció frente al YEN y varias monedas de América Latina.

Entre enero y febrero el dólar norteamericano se apreció frente al Euro 1.5% al pasar de USD/EUR 1.211 a 1.194<sup>22</sup>. De su parte, frente al Yen el dólar se depreció en una magnitud equivalente al 2% al pasar de JPY/USD 115.5 a 117.9.

<sup>22</sup> Corresponden a la cotización promedio del mes.

Durante el mes de febrero<sup>23</sup>, el dólar se depreció de manera significativa (4.9%) respecto al real brasileño, luego de la depreciación de 0.7% registrada en enero. El dólar se depreció también en relación al peso colombiano (0.8%) y al sol peruano (3%), en porcentajes más significativos a los registrados en enero. En Chile, la cotización del peso respecto al dólar se mantuvo bastante estable (apreciándose en apenas 0.1%).

**Gráfico No.8**  
**Variación Mensual de los Tipos de Cambios Respecto al Dólar**



En el caso de Brasil, la apreciación del real respecto al dólar no es sorprendente en un escenario de crecientes influjos de capital. Durante febrero los ingresos netos de divisas ascendieron a USD 7.8 mil millones, en contraste con los USD 1.9 mil millones registrados en enero. Los principales componentes de este influjo de capitales son el superávit comercial de USD 2.8 mil millones<sup>24</sup>, y el incremento de los flujos financieros en USD 2.8 mil millones, en contraste con una salida neta de USD 1.2 mil millones registrada el mes anterior. De acuerdo a algunos analistas, los mayores ingresos de divisas, a más de contribuir a la acumulación de reservas y a las operaciones de recompra de deuda, también respaldarían una mayor apreciación del real.<sup>25</sup> Estos analistas consideran que la cotización del real respecto al dólar será de R\$2.00 por dólar en los próximos meses.

En el caso de Perú, con el fin de evitar mayor volatilidad del tipo de cambio, el Banco Central intervino con la compra de US\$ 59 millones en el mercado cambiario (cabe mencionar que es la primera compra de divisas desde septiembre del año anterior)<sup>26</sup>. A pesar de ello, la apreciación cambiaria registrada en febrero fue una de las más altas registradas en los últimos años.

<sup>23</sup> Para esta análisis se utiliza las cotizaciones promedio diarias de cada moneda.

<sup>24</sup> A su vez, las exportaciones ascendieron a USD 4.9 mil millones.

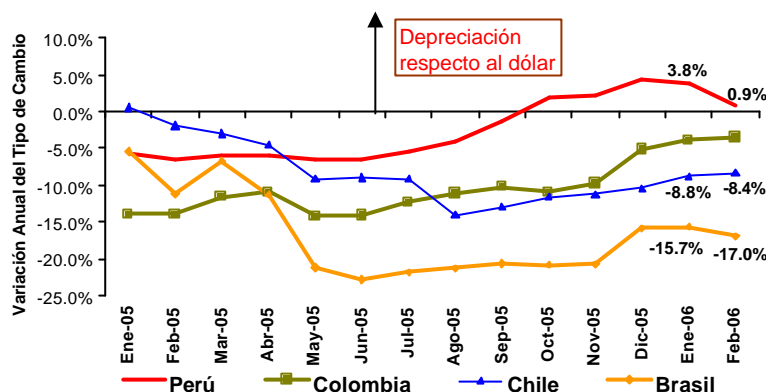
<sup>25</sup> Goldman Sachs, Emerging Markets Economic Research, 3 de marzo de 2006.

<sup>26</sup> Banco Central de Perú, Nota Informativa No. 012-2006-BCRP.

En cuanto a la variación anual de las cotizaciones, el dólar siguió depreciándose respecto al real de Brasil (17%), y los pesos chileno (8.4%) y colombiano (3.6%). En contraste, en el caso de Perú el dólar se apreció ligeramente (0.9%) respecto a febrero del año anterior.

Gráfico No.9

Variación Anual de los Tipos de Cambios Respecto al Dólar



**Mercado del oro**

El mercado de metales se mostró activo durante el mes de análisis en el cual se materializaron pequeñas ganancias en el precio del oro, plata y paladio en tanto que con el platino se mantuvo su tendencia a la baja.

El mercado del oro registró significativas ventas especialmente en el mercado asiático, en Europa y Norteamérica, en donde los agentes de mercado realizaron ganancias en operaciones de divisas luego de los movimientos en los precios de las monedas.

La volatilidad de los precios del oro fue muy alta durante febrero, mes en el que el precio bajó en alrededor 5.2% en el lapso de 16 días (1 al 16 de febrero). Sin embargo, si se comparan las cotizaciones de apertura y cierre de mes del oro, se observa una variación marginal del 0.7%.

Esta información fue preparada por el Banco Central del Ecuador con fuentes que se consideran confiables, pero que el Banco Central del Ecuador no garantiza su integridad y precisión. Cualquier opinión expresada o implícita en este documento esta sujeta a cambios sin previo aviso. Este material ha sido preparado y distribuido con un único propósito informativo y no es materia de ningún tipo de propuesta por parte del Banco Central del Ecuador.