

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

**Boletín Mensual  
del Entorno Económico Internacional**

**Dirección General de Estudios  
Dirección General Bancaria**

**Marzo 2006**

## **I. ANALISIS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL**

**Estados Unidos**

**Área Euro**

**América Latina y el Caribe**

*Precios*

*Política Monetaria*

**Inflación Internacional**

Recuadro No.1 Perspectivas de la economía estadounidense

Recuadro No.2 Perspectivas del Area Euro

Recuadro No.3 Relevancia del Euro para la Economía Ecuatoriana

## **II. MERCADOS FINANCIEROS**

**Mercado de Renta Fija**

**Mercado de renta variable**

**Mercado de divisas**

## **III. Anexo Estadístico**

**Estadísticas Económicas Internacionales**

**Proyecciones Económicas Internacionales**

## Boletín Mensual del Entorno Económico Internacional

- ◆ La publicación de las cuentas nacionales definitivas de los EE.UU. para el cuarto trimestre de 2005<sup>1</sup>, reflejó un crecimiento económico (1.7%) muy similar a la cifra preliminar (1.6%). Este resultado refleja una desaceleración de la economía americana durante los últimos meses de 2005, respecto a la observado en el tercer trimestre (4.1%). El crecimiento anual se mantuvo en el 3.5%, por debajo del crecimiento anual registrado el año anterior (4.2%).
- ◆ En general, los analistas coinciden en que el crecimiento económico de EE.UU. en el I trimestre de 2006 se aproximará al 5%, siendo significativamente superior al registrado en el IV trimestre del 2005. Las condiciones climáticas excepcionalmente favorables habrían incidido positivamente en el desempeño de la economía en los primeros meses del año 2006. En cuanto a las perspectivas para el resto del año, en general se espera que la economía tienda a desacelerarse, alcanzando un crecimiento cercano al potencial entre 2.9% y 3.4 % como resultado de un menor estímulo fiscal y monetario..
- ◆ Como había sido anticipado por el mercado, la Reserva Federal realizó un nuevo ajuste de la tasa de interés objetivo referencial ubicándola en 4.75%. En general los analistas esperan que un nuevo incremento ocurra en el mes de mayo, y con ello la FED finalice el ciclo de ajuste monetario iniciado en el segundo semestre de 2004. Algunos analistas coinciden en que un ajuste más allá del 5% podría ser contraproducente en un escenario en el cual la economía empieza a desacelerarse; sin embargo otros aducen que el crecimiento del primer trimestre del año justificaría al menos uno o dos incrementos adicionales para luego iniciar una etapa de descenso.
- ◆ El último ajuste de la tasa de la FED moduló la curva de rentabilidad de los títulos referenciales del Tesoro Norteamericano hacia una forma plana dejando atrás la forma invertida registrada a inicios de marzo
- ◆ En el ámbito cambiario, durante el mes de marzo el dólar se depreció respecto al Euro (EUR), debido entre otros factores al anuncio por parte de China y de varias economías del Medio Oriente, de la intención de iniciar un proceso de diversificación de sus reservas en monedas distintas al dólar norteamericano. En términos de selección de divisas entre el EUR y el Yen Japonés (JPY), las preferencias se han inclinado al EUR, lo cual ha incidido en un incremento importante en su cotización.
- ◆ En relación a América Latina, el dólar se apreció respecto a las monedas de varios países latinoamericanos, especialmente respecto a las monedas de Perú, Chile y Brasil. Dicha apreciación podría contribuir a un abaratamiento de las importaciones provenientes de esos países.
- ◆ El Banco Central Europeo (BCE) 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. Si bien algunos analistas esperan una aceleración del proceso de ajuste de las tasas, debido a las mejores perspectivas de crecimiento económico en el Area, en su más reciente intervención el Presidente del BCE descartó un nuevo ajuste en la próxima reunión de mayo.

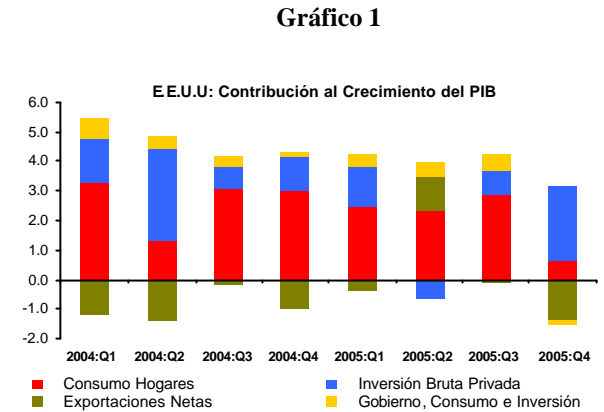
<sup>1</sup> Publicación realizada por el Bureau of Economic Analysis (BEA) el 28 de febrero de 2006.

## I. ANALISIS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL

### Estados Unidos

#### *Crecimiento Económico*

De acuerdo a la publicación de las cuentas nacionales estadounidenses definitivas para el cuarto trimestre de 2005, el crecimiento económico habría sido de 1.7%, situándose por arriba del 1.1% publicado en el avance preliminar<sup>2</sup> y del 1,6% anunciado en el segundo avance. La desaceleración del crecimiento económico observada en el cuarto trimestre reflejó el menor dinamismo del consumo privado y del gasto del gobierno federal, así como un mayor ritmo de crecimiento de las importaciones<sup>3</sup>.



un mayor ritmo de crecimiento de las

A nivel sectorial, cabe resaltar que los sectores que registraron cambios importantes en su evolución, fueron por un lado, la venta final de computadoras que contribuyó en 0,33% al crecimiento económico del cuarto trimestre, y, la producción de vehículos, que registró una contribución negativa de 0.64%.

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%).

Reflejando el buen desempeño del sector corporativo, el crecimiento de las ganancias también fue revisado al alza, alcanzando una variación de 14.4% en el último trimestre de 2005. En la actualidad las ganancias representan la mayor parte del PIB, situación que no había sido observada desde hace cuatro décadas<sup>4</sup>.

En cuanto a los indicadores de coyuntura, éstos tuvieron una evolución positiva durante el mes de marzo. Así, los de percepción del consumidor se incrementaron en dicho mes al igual que los de la actividad de las industrias manufacturera y no manufacturera, aunque estos últimos mostraron un menor ritmo de crecimiento al observado en el mes anterior.

El Índice de Confianza del Consumidor<sup>5</sup> calculado por el Conference Board<sup>6</sup>, registró una variación positiva en el mes de marzo, en contraste con la caída observada en el mes

<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.

<sup>3</sup> Bureau of Economic Analysis, Reporte de Cuentas Nacionales, marzo 2006.

<sup>4</sup> Wachovia, U.S Developments.

<sup>5</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>6</sup> La encuesta de confianza del consumidor se basa en una muestra de 5.000 hogares estadounidenses.

anterior, pasando de 102,7 en febrero a 107.2 (1985=100) en el mes de marzo. Esto se debió a la evolución positiva tanto del Índice de percepción del consumidor sobre la situación actual de la economía, que pasó de 130.3 a 133.3, como del Índice de Expectativas de los Consumidores, el cual subió de 84,2 a 89.9 entre febrero y marzo, situándose todavía por debajo del nivel observado en el mismo período del año anterior.

Gráfico 2



Por su parte, el Índice de la Actividad Manufacturera publicado por el Institute for Supply Management (ISM)<sup>7</sup> refleja que en marzo este sector continuó expandiéndose<sup>8</sup>, alcanzando así 34 meses consecutivos de crecimiento. Sin embargo, el *ritmo* de expansión del sector manufacturero se desaceleró en relación al mes anterior (ver gráfico 2). De acuerdo

al ISM, el desempeño de la actividad manufacturera habría sido bastante positivo durante el primer trimestre de 2006, y la principal preocupación para el sector continua siendo el crecimiento de los precios de algunas materias primas como los metales y la energía.

En cuanto al Índice de la Actividad No Manufacturera, en marzo este alcanzó 36 meses consecutivos de crecimiento. Las actividades de negocios, las nuevas órdenes, los inventarios y las importaciones realizadas por este sector, registraron un ritmo de expansión mayor al alcanzado en febrero. Trece de las diez y siete industrias consideradas reportaron un mayor crecimiento de la actividad económica en el mes de marzo, número superior a la observada en febrero (diez industrias).

Los analistas coinciden en que el crecimiento económico 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 estarían cercanas al crecimiento potencial de la economía (3% anual) y para fin de año las proyecciones fluctúan entre 2.9% y 3.4%.

En el ámbito laboral, en el mes de marzo, la tasa de desempleo no registró mayor variación respecto a los meses anteriores, situándose en 4.7%.

En febrero de 2006, el ritmo de crecimiento de los precios, fue menor al registrado en el mes de enero, situándose la inflación mensual en 0.2% (0.1% con ajuste estacional). . Luego del repunte de precios registrado en enero (5%), el índice que mide los precios de aquellos rubros asociados a la energía (commodities y servicios), alcanzó una variación negativa de 1.2% en febrero.

<sup>7</sup> March Manufacturing ISM Report On Busines, 3 de abril 2006.

<sup>8</sup> Un índice por arriba de 50 refleja una expansión de la actividad manufacturera.

**Cuadro 1**  
**E.E.U.U: Inflación**

	Inflación Mensual (con ajuste estacional)								Feb-06 (anual sin ajuste)
	Jul-05	Ago-05	Sep-05	Oct-05	Nov-05	Dic-05	Ene-06	Feb-06	
<b>Todos los ítems</b>	0.6	0.6	1.2	0.3	-0.7	-0.1	0.7	0.1	3.6
Alimentos y Bebidas	0.2	0.1	0.3	0.2	0.3	0.1	0.5	0.2	2.7
Vivienda	0.4	0.2	0.5	0.9	0.4	0.2	0.5	0.1	4
Transporte	2.1	2.3	5	-1.2	-4.9	-0.7	1.8	-0.2	5.8
Medical Care	0.4	0.1	0.3	0.6	0.5	0.2	0.1	0.5	4
Recreación	0.1	0.3	0.4	0.2	-0.1	0.1	0	0.1	1.1
Educación, Comunicación	0.1	0	0.6	0	0.4	0.2	0.4	0.2	2.6
Otros bienes y servicios	0.5	0.2	0.2	0.1	0.3	0.4	0.3	0.1	2.7
Energía	5.3	5.1	11.8	0	-8.1	-2.1	5	-1.2	20.1
Alimentos	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1	0.5	0.1	2.8
<b>Índice excluido Alimentos energía</b>	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	2.1

Fuente: Bureau of Labor Statistics

Por su parte, la inflación subyacente (excluye alimentos y energía) alcanzó una variación de 0.1%, 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>9</sup> por la poca capacidad que tiene el sector de trasladar los mayores precios de las materias primas a los consumidores de los productos finales. (un reducido "pricing power" de este sector)<sup>10</sup>.

En términos anuales, en febrero el índice general de precios registró una variación de 3.6%, menor al 4.0% observado en enero y cercano al 3.4% de diciembre de 2005. Por su parte, la inflación subyacente alcanzó una variación anual de 2.1%, similar a la observada en diciembre (2.2%).

Tal como se había anticipado, el 28 de marzo la Reserva Federal realizó un nuevo ajuste de la tasa de los fondos federales. En un escenario de bajas presiones inflacionarias y de expectativas de un menor ritmo de crecimiento económico en el año 2006 en relación al año previo, en general los analistas coinciden en que el último ajuste tendrá lugar en mayo de 2006. Sin embargo, hay quienes todavía mantienen criterios divergentes al del consenso general (Ver Recuadro No.1).

#### Recuadro No.1

##### Perspectivas de la Economía Americana

Varios analistas anticipan un nuevo ajuste de la tasa de interés para el 10 de mayo de 2006, con lo cual esperan finalice el ciclo de ajustes al alza iniciado en el segundo semestre de 2004. Este escenario es consistente con las expectativas de un menor crecimiento económico (3%) a partir del segundo semestre de 2006. También existe consenso sobre que el crecimiento económico de Estados Unidos en el primer trimestre bordeará el 5%.

**Conference Board<sup>11</sup>:** En Estados Unidos existe evidencia de un creciente desequilibrio entre el gasto del consumidor y aquel del sector empresarial. Mientras el gasto del consumidor estadounidense se desacelera, el gasto empresarial se mantiene dinámico. El elevado nivel de liquidez del sector corporativo estaría generando un enorme boom de inversión, no sólo en Estados Unidos, sino en otras partes del mundo. El crecimiento económico de la economía estadounidense seguiría respaldado básicamente en la producción de bienes de capital. Ajustaron ligeramente al alza su perspectiva de crecimiento económico 2006 para la economía estadounidense a 2,9%. Consideran adicionalmente que será difícil mantener los elevados niveles de ganancias registrados en el sector corporativo en un entorno económico que empieza a debilitarse.

<sup>9</sup> Wachovia, Economics Group, febrero 16 de 2006.

<sup>10</sup> Esto podría deberse a una alta elasticidad precio de la demanda de bienes finales que utilizan bienes energéticos como insumo.

<sup>11</sup> StraightTalk, Volume 17, No. 2, The Conference Board

**ECR:** La oferta monetaria de los Estados Unidos sigue siendo elevada y por lo tanto el crecimiento económico se mantendrá elevado y aumentarán los incrementos salariales y la inflación, por lo cual la FED continuará subiendo la tasa de la FED hasta el 5.5%; para luego iniciar una etapa de descensos progresivos. Sobre el enfriamiento del mercado inmobiliario señalan que los precios de los bienes raíces se están estancando debido a que las viviendas se han vuelto muy caras y por lo tanto muchos estadounidenses ya no pueden adquirirlas. Si bien esperan que haya una corrección en este mercado, no creen que esta será muy drástica.

**Merrill Lynch:** El crecimiento económico del primer trimestre de este año (4.3%) será muy superior al del cuarto trimestre de 2005 (1.7%), sin embargo, la economía americana esta ingresando a una fase de desaceleración económica, como resultado del menor estímulo fiscal y monetario. El impacto rezagado del ajuste de la tasa de la Reserva Federal estaría empezando a surtir efecto. Para el segundo trimestre de 2005, se espera un crecimiento económico de 2.5%, estimación que se respaldaría en varios hechos elementos: 1) Menor nivel de producción de General Motors y Ford que podría restar un cuarto de punto al crecimiento del PIB. 2) La información del mercado inmobiliario, que anticipa el movimiento global de la economía (con 9 meses de antelación), también apunta a una desaceleración del crecimiento económico, ya que a partir del tercer trimestre de 2005 la mayor parte de indicadores de este mercado han evidenciado un enfriamiento del boom de bienes raíces. 3) Debido al clima inusualmente favorable registrado en el mes de enero, las ventas de ropa alcanzaron niveles elevados, con lo cual se esperarían menores ventas en la primavera. 4) . Algunos indicadores como un crecimiento de la productividad (se espera un crecimiento de 2.5% para el primer trimestre) por arriba del de los costos laborales (menor al 1%), así como la caída del Philly Fed Price Index en marzo, dan señales de que la inflación subyacente presenta una ligera tendencia a la baja. Debido a lo anterior, consideran que el ajuste de la tasa de la FED debería haber llegado a su fin y que un ajuste adicional podría afectar negativamente al desempeño de la economía.

**J.P Morgan**<sup>12</sup>: Resaltan el impresionante desempeño del sector manufacturero estadounidense, y revisan al alza la proyección sobre las ganancias del sector corporativo estadounidense para el año 2006 (15%). Señalan que al parecer la Reserva Federal tiene poco nivel de tolerancia a repuntes de la inflación subyacente por arriba del 2%, con lo cual consideran que en el caso de la inflación subyacente se sitúe en 2.5% se podría esperar un ajuste de la tasa objetivo incluso hasta el 6%. En el ámbito financiero, anotan que los rendimientos de los bonos en los países industrializados empiezan a normalizarse, con lo cual la demanda de bonos de los mercados emergentes tendería a desacelerarse; sin embargo dado los sólidos fundamentales económicos de estas economías en los actuales momentos no se esperaría un cambio muy drástico en los flujos de inversión financiera.

**UBS:** Esperan que la Reserva Federal haya terminado con el último ciclo de ajustes y empiece a reducir las tasas de interés a inicios del 2007.

**Wachovia:** Esperan un último ajuste de la tasa de los Fondos Federales para el mes de mayo, considerando que la economía americana está empezando a perder la fuerte dinámica observada en el primer trimestre. Esperan que el rendimiento de los bonos del Tesoro se mantengan de 5 a 10 puntos básicos por arriba de la tasa de los fondos federales. Con la capacidad utilizada situándose por arriba del nivel tendencial, se espera que la inversión y el número de nuevas contrataciones crezca en el 2006. Para el primer trimestre de 2006 proyectan un crecimiento de 5.3% que refleja una recuperación del consumo privado<sup>13</sup>. Proyectan una inflación subyacente de 2.4% para el 2006. Si bien varios analistas consideran que el principal riesgo para la economía americana sería afrontar una fuerte desaceleración del mercado inmobiliario (con el consecuente impacto negativo en el consumo privado), los analistas de Wachovia consideran que este temor es exagerado y que el gasto de consumo simplemente crecería a un ritmo menos acelerado.

## 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%. Si bien los analistas económicos esperaban que un nuevo ajuste de las tasas ocurra el mes de mayo del año en curso, en el discurso pronunciado por el Presidente del Banco Central Europeo el 6 de abril, prácticamente se descartó dicha posibilidad. Tras el anuncio, de que no estaba en los planes del Comité del BCE realizar

<sup>12</sup> J.P Morgan, Global Data Watch, 31 de marzo 2006.

<sup>13</sup> Wachovia, Monthly Economic Outlook, 16 de marzo 2006.



un nuevo ajuste en mayo, el euro se depreció respecto al dólar y el rendimiento de los bonos a diez años del Area Euro cayeron en alrededor de 4 puntos básicos.

Los mercados esperan que el próximo ajuste de la tasa de interés objetivo ocurra en el mes de junio, y, en términos generales, esperan que la política monetaria del Area Euro sea más restrictiva que la actual, en lo que resta del año (ver recuadro No. 2).

#### Recuadro No.2 Perspectivas del Area Euro

**ECR:** Consideran que la recuperación económica del Area Euro continua y que no hay peligro de un repunte de la inflación, debido a que en esta zona todavía existe capacidad de reserva, así como un alto nivel de desempleo. A pesar de la ausencia de presiones inflacionarias, esperan mayores ajustes de la tasa de interés por parte del Banco Central Europeo, con el fin de controlar el fuerte crecimiento de la oferta monetaria y del crédito.

No están de acuerdo con el consenso generalizado de que debido a que el ciclo de ajustes de la tasa de interés de la FED está cerca a su fin y el del Banco Central Europeo está empezando, el diferencial de los intereses entre Euros y dólares tendería a disminuir durante el 2006. Para los analistas de ECR, la sobrecapacidad y la inflexibilidad estructural de la economía y del mercado laboral de Europa serán factores que contribuirán a que el ajuste de la política monetaria del Area Euro sea mas lento. Esperan que la tasa del Banco Central Europeo se sitúe entre 2.75% y 3% a fines de año. Consideran que la política monetaria continua siendo relajada en Europa y Asia, situación que explica el elevado nivel de liquidez en los mercados financieros internacionales, así como la compra de activos estadounidenses.

**J.P Morgan<sup>14</sup>:** En Europa y Asia, ya hay señales de que los bancos centrales buscan reducir el grado de relajamiento de su política monetaria. En el Area Euro, se espera una aceleración en el ritmo de ajuste de la tasa de interés de referencia, la cual alcanzaría el 3.5% a fin de año. El mayor ajuste monetario no tendría necesariamente efectos negativos en el crecimiento económico, siempre y cuando sea gradual y se acompañe de un buen desempeño del sector corporativo. Alemania alcanzaría un crecimiento económico mayor al de tendencia, sustentado especialmente en el buen desempeño de las exportaciones y en las crecientes ganancias del sector corporativo.

**Wachovia:** Esperan que el Banco Central de Europa realice nuevos ajustes de la tasa de interés en los próximos meses, con lo cual la tasa se situaría en 3.25% a fin de año.

#### Recuadro No.3 Relevancia del EURO para la economía ecuatoriana

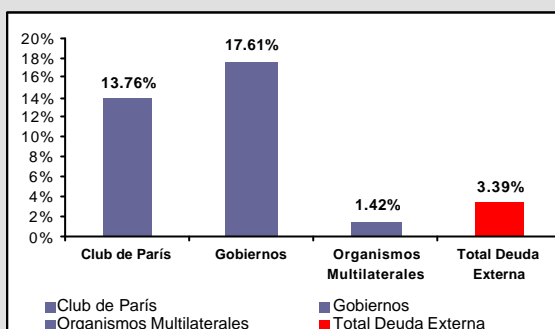
En teoría por lo menos habrían dos posibles canales de transmisión a través de los cuales la evolución del EURO en el mercado internacional podría afectar a la economía ecuatoriana: el canal financiero y el canal comercial.

**Canal financiero:** Cambios en la cotización del EURO podrían afectar el endeudamiento de aquellos agentes económicos que hayan contraído obligaciones en esa moneda, y cuyos flujos de ingreso estén denominados en una moneda distinta (en el caso del Ecuador en dólares). En este caso, una pérdida de valor del dólar respecto al EURO, es decir una apreciación del EURO respecto al dólar implicaría que las personas o empresas que tengan deuda en EUROS requerirán de mayores recursos en dólares para poder pagar sus obligaciones, ya sea amortizaciones o intereses.

Sin embargo, respecto a este punto, cabe notar que en el caso del Ecuador, casi la totalidad del endeudamiento externo del país, tanto público como privado, está contratado en dólares. En el caso de la deuda pública apenas el 3.39% (EUR 368,363) se encuentra denominada en EUROS y el caso de la deuda privada el porcentaje es de apenas 0.39 (datos a diciembre 2005). Esto implica que en el caso de nuestro país, las variaciones en la cotización del EURO no tendrían efectos significativos en el pago de obligaciones contraídas en el exterior por los residentes en el Ecuador.

<sup>14</sup>J.P Morgan, Global Data Watch, 31 de marzo 2006.

**Gráfico 1**  
**Participación Deuda Externa Pública en Euros : Diciembre 2005**



**Cuadro No.1**  
**Deuda externa privada por moneda (Dic-2005)**

MONEDA	SALDO	% Part.
CHF	29	
EUR	28,074	0.39%
JPY	6,083	0.08%
USD	7,140,375	99.52%
<b>TOTAL</b>	<b>7,174,561</b>	

Por el lado de los depósitos del sector financiero, si bien la legislación ecuatoriana (Ley General de Instituciones del Sistema Financiero)<sup>15</sup> permite que los agentes ahorren en moneda extranjera, al ser el dólar una moneda dura, los agentes todavía prefieren mantener sus depósitos en dólares, considerando que esta es la moneda que se utiliza para las transacciones en el Ecuador.

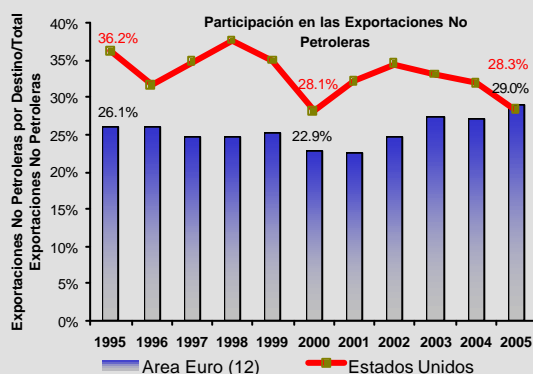
Por otro lado, la falta de información de los agentes económicos para pronosticar movimientos del dólar versus el euro, también sería un factor que limita la apertura de este tipo de cuentas. La mayoría de cuenta corrientistas en el Ecuador no son expertos en arbitraje de monedas como para hacer réditos. El incentivo para ahorrar en euros, sería solo el logran réditos a través del arbitraje y para lograr ese tipo de rédito se requiere cierto tipo de conocimiento así como manejar elevados montos de dinero.

**Canal Comercial:** En el ámbito comercial, dada la importancia del intercambio comercial que mantiene el Ecuador con los países del Area Euro, la evolución del EURO puede ser más relevante.

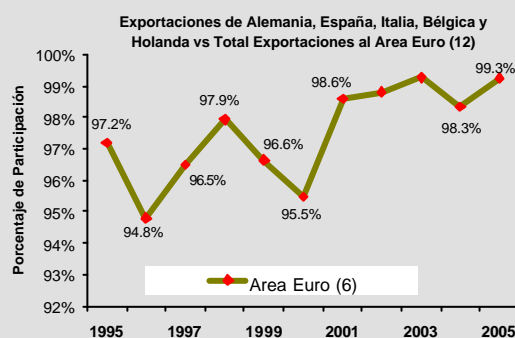
Como antecedentes, cabe recordar que la participación de las exportaciones no petroleras hacia los países del Area Euro dentro del total de exportaciones no petroleras del Ecuador, ha crecido durante los últimos años. Así, por ejemplo, durante el 2005 el 29% de las exportaciones no petroleras del Ecuador se destinaron a los países del Area Euro<sup>16</sup>, alcanzando un porcentaje ligeramente mayor al exportado a Estados Unidos.

Por otro lado, las exportaciones hacia el Area Euro se concentran básicamente en seis países: Alemania, España, Italia, Francia, Bélgica y Holanda y de estos países, la mayor parte de las exportaciones del Ecuador se dirigen a Italia, Alemania y España.

**Gráfico 2**



**Gráfico 3**



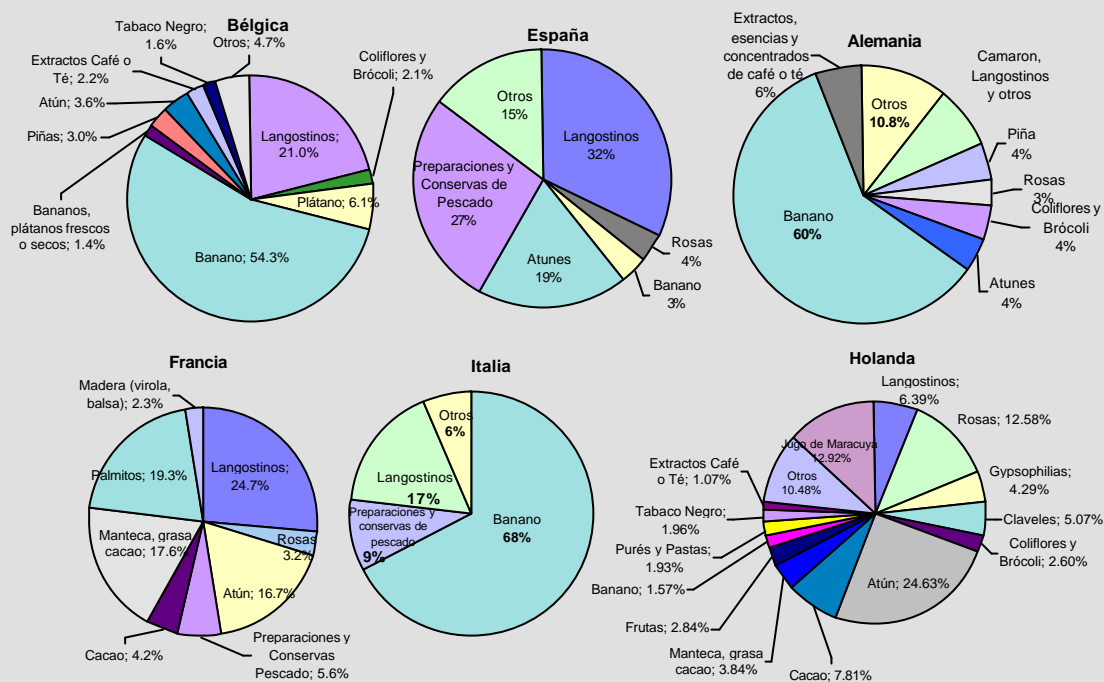
Cabe anotar que las exportaciones realizadas al Area Euro se concentran en muy pocos productos. Especialmente en el caso de aquellas destinadas a Alemania, Italia y España. En el caso de Italia, durante el 2005 el 94% del total del valor exportado correspondió a tres grupos de productos: Banano, langostino y conservas de pescado. En Alemania el 60% de las exportaciones corresponden a banano, mientras que en España el 78% corresponden a productos del mar.

<sup>15</sup> **ARTÍCULO 51.-** Los bancos podrán efectuar las siguientes operaciones en moneda nacional o extranjera, o en unidades de cuenta establecidas en la Ley:

- a) Recibir recursos del público en depósitos a la vista. Los depósitos a la vista son obligaciones bancarias, comprenden los depósitos monetarios exigibles mediante la presentación de cheques u otros mecanismos de pago y registro; los de ahorro exigibles mediante la presentación de libretas de ahorro u otros mecanismos de pago y registro; y, cualquier otro exigible en un plazo menor a treinta días. Podrán constituirse bajo diversas modalidades y mecanismos libremente pactados entre el depositante y el depositario;

<sup>16</sup> No se considera a los países que se adhieron recientemente al Area Euro ya que el comercio con estos países es bastante marginal. Se considera a :Alemania, Italia, Francia, España, Holanda, Portugal, Austria, Grecia, Finlandia, Bélgica, Irlanda y Luxemburgo.

**Gráfico 4**  
**Productos de Exportación al Area Euro: año 2005**



Ahora bien, como afecta la evolución del EURO al comercio exterior del Ecuador.

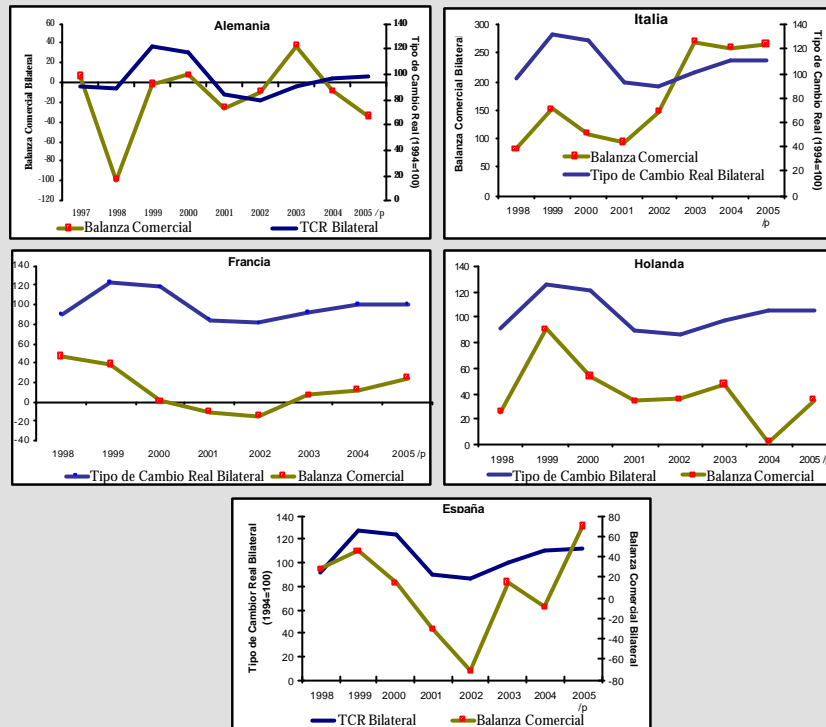
En **teoría** una disminución en la relación entre los precios vigentes en el área EURO, y los precios ecuatorianos, implica una pérdida de competitividad para el Ecuador, puesto que sus productos son relativamente más caros en el mercado europeo, y viceversa. Esta relación de precios se denomina "tipo de cambio real bilateral" de Ecuador versus el area Euro. Considerando que en los últimos años la inflación del área Euro ha sido muy similar a la del Ecuador, la evolución del tipo de cambio real ha estado básicamente determinada por la evolución del tipo de cambio nominal.

Así, una apreciación del EURO respecto al dólar, si bien mejora la competitividad de los productos ecuatorianos en el Area Euro, por otro lado encarece el valor de los bienes importados desde esa región, ya que se necesitan más dólares para adquirir la misma cantidad del producto (asumiendo que no hay variación en el precio del bien). De esta forma, se esperaría que una depreciación del dólar respecto al EURO mejore la balanza comercial del Ecuador respecto a los países del Area Euro ya que en teoría se esperaría que las exportaciones crezcan y las importaciones se reduzcan (ya que se tornan más caras).

Sin embargo, hay varios supuestos que estarían detrás de este efecto. En primer lugar se estaría asumiendo que la demanda de los productos ecuatorianos estaría determinada básicamente por su precio y no por otros elementos como el crecimiento económico de los países demandantes del producto o la calidad de los productos. En segundo lugar, también se estaría asumiendo que las importaciones realizadas por el Ecuador desde el Area Euro, tienen un alto grado de elasticidad precio/demanda. Esto implica que si dichos productos se encarecen, el Ecuador puede reducir la cantidad adquirida y reemplazarlos ya sea por importaciones provenientes de otros países o por productos nacionales.

Pasando de la teoría a los datos, si se observa la evolución de la balanza comercial del Ecuador con los principales países del Area Euro junto a la evolución del tipo de cambio real bilateral, se encuentra que no hay necesariamente una correlación clara en todos los casos. Así por ejemplo, en los casos de Francia, Italia y Holanda, al parecer existe una correlación importante entre estas variables, sin embargo en otros casos como los de España y Alemania, la relación no es tan evidente. Este comportamiento refleja la existencia de otros factores, que a parte del tipo de cambio real pueden alterar el comportamiento del comercio exterior ecuatoriano con el Area Euro.

Grafico 5 Balanza comercial y tipo de cambio real bilateral del Ecuador versus Principales Países del Area Euro



Por lo tanto, es importante insistir en la necesidad de hacer un análisis pormenorizado tanto por país como por tipo de bien, para establecer el impacto de la evolución del EURO en el comercio ecuatoriano, ya que podría ser que la evolución del tipo de cambio real sea relevante para el comercio de cierto tipo de productos, pero no para otros. Por otro lado, el tipo de cambio real podría afectar el resultado comercial con uno países más que con otros.

## América Latina y el Caribe

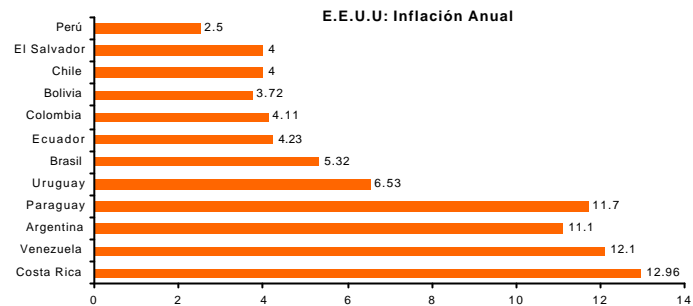
### Precios

En marzo de 2006, Costa Rica, Venezuela, Paraguay y Argentina continuaron presentando las mayores tasas de **inflación anual** en la región. Por su parte, Perú, 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 Paraguay, Argentina, Venezuela, Colombia y Ecuador. (ver cuadro 2).

**Cuadro 2**

Inflación Mensual Mar-06	
Venezuela	0.90
Argentina	1.2
Uruguay	0.32
Ecuador	0.65
Colombia	0.7
Bolivia	-0.28
Brasil	0.43
Chile	0.6
Perú	0.46
Brasil	0.43
El Salvador	0.35
Costa Rica	0.17
Paraguay	1.5

**Gráfico 3**



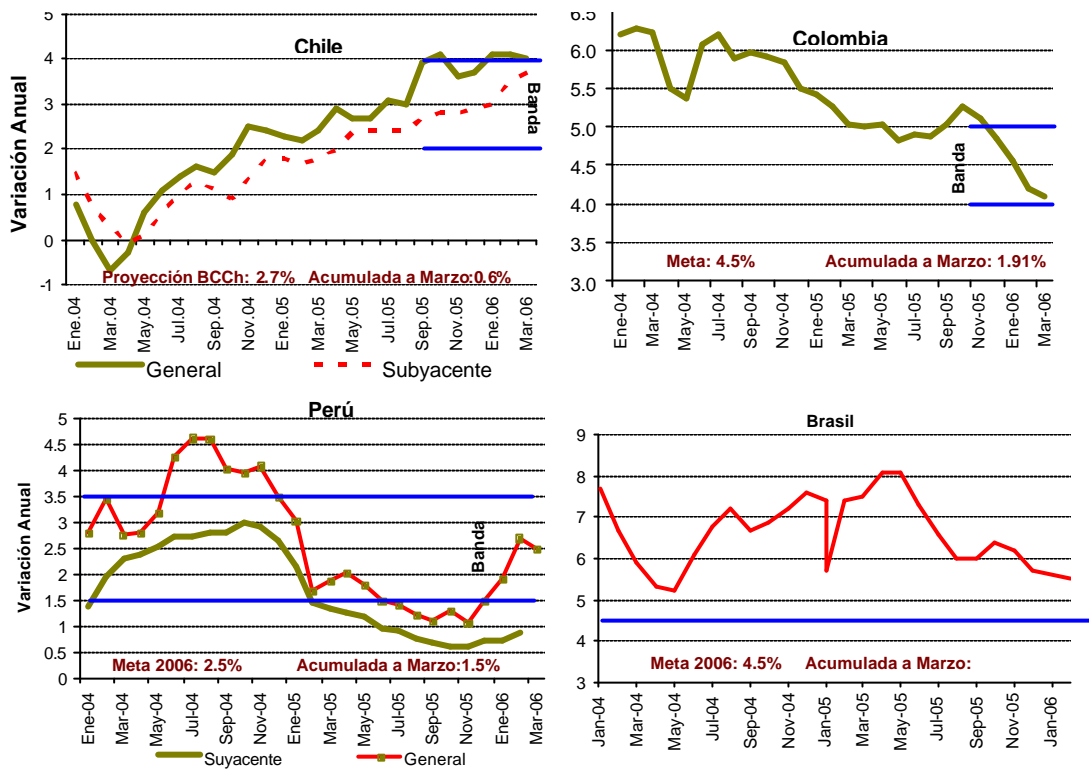
En Argentina, el incremento de precios en los rubros de educación (9.5% mensual) y vestido (6.1%), generaron las mayores presiones inflacionarias. El precio de los alimentos también registró una inflación mensual importante (1.5%). A pesar de ello, la inflación anual fue menor a la observada en el mes de febrero.

En Chile, el repunte de la inflación mensual se explica en gran parte por factores estacionales asociados a la educación y las actividades de recreación, rubros que registraron una inflación mensual de 3.1%. La inflación subyacente se situó en 0.7%, por arriba de las expectativas del mercado, alcanzando una variación anual de 3.7%. El rubro de vivienda también alcanzó una variación de precios importante (0.5%) debido al incremento de las tarifas eléctricas. La inflación anual de 4%, ligeramente inferior a la registrada en febrero (4.1%), se sitúa en la parte superior de la banda de inflación objetivo establecida por el banco central para el 2006 (2%-4%). En marzo, la inflación subyacente (3.7%) se situó por arriba del punto medio de la banda por segundo mes consecutivo. De acuerdo a algunos analistas, la aceleración de la inflación subyacente conllevará a que el Banco Central incremente la tasa objetivo para créditos interbancarios en 25 puntos básicos, elevándola al 5% en su reunión del 13 de abril de 2006<sup>17</sup>.

<sup>17</sup> UBS, Emerging Markets Daily, 5 de abril de 2006.

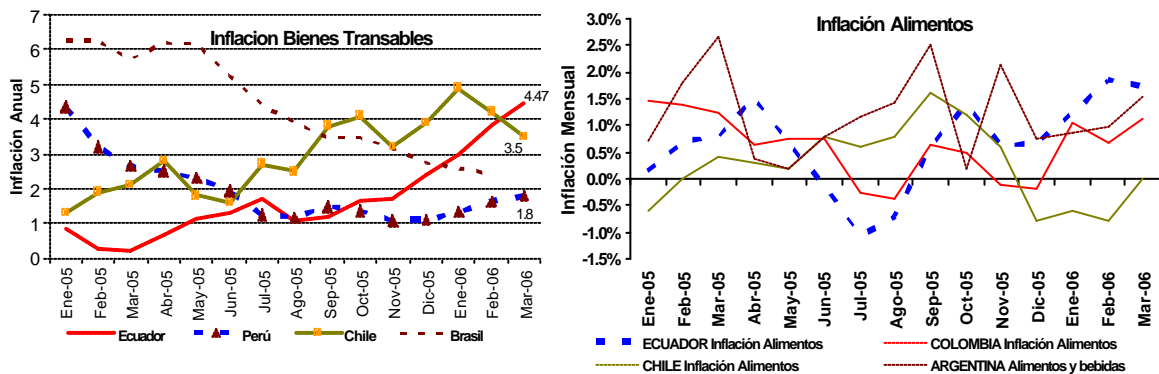
Gráfico 4

Metas de Inflación en América Latina



Al revisar la información de precios de los bienes transables de algunos de los principales proveedores de las importaciones realizadas por el Ecuador desde la región latinoamericana<sup>18</sup>, se observa que el fuerte repunte de la inflación de este grupo de bienes registrado desde fines del año pasado en nuestro país, contrasta con lo que ocurre en Chile, Brasil y Perú. Por lo tanto, al parecer este repunte no coincidiría con una tendencia generalizada a nivel regional. Sin embargo, en el caso de algunos rubros, como el de los alimentos, el repunte del ritmo de crecimiento observado en el Ecuador en marzo, también ocurrió en varios países de América Latina.

Gráfico 5



<sup>18</sup> Durante el 2005 las importaciones del Ecuador desde Chile, Brasil, Colombia y Perú representaron el 29% del total de importaciones del Ecuador.

### **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 marzo, destacando el buen resultado de la inflación anual al mes de febrero y enfatizando en la caída del precio de los alimentos y los servicios regulados observada durante ese mes.<sup>19</sup> El Comité también señaló que la economía colombiana continúa creciendo a buen ritmo, impulsada por el dinamismo del consumo y de la inversión privada principalmente.

En el caso de **Chile**, durante el mes de marzo el Banco Central (BCCh) decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 4,75% anual, luego de haberla ajustado en 25 puntos básicos el mes anterior.

En **Perú**, el 2 de marzo el Banco Central decidió elevar la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario de 3,75% a 4%. A inicios de abril el Banco Central realizó un nuevo ajuste hacia 4.25%<sup>20</sup>, considerando que “el dinamismo de la actividad económica previsto para 2006 (5,0 %) es coherente con el cumplimiento continuo de la meta de inflación (de 1,5 a 3,5 por ciento), y que la elevación de la tasa de interés de referencia coadyuvará a prevenir situaciones de volatilidad al alza en el mercado cambiario. El Banco señaló que continuará con sus intervenciones para reducir la volatilidad cambiaria.

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.

El 24 de marzo, la Junta de Gobierno del Banco de **México** redujo en 25 puntos básicos la tasa de política monetaria, argumentando que la evolución favorable de la inflación y un entorno financiero benigno han generado las condiciones adecuadas para permitir un relajamiento de las condiciones monetarias.

### **Inflación Internacional**

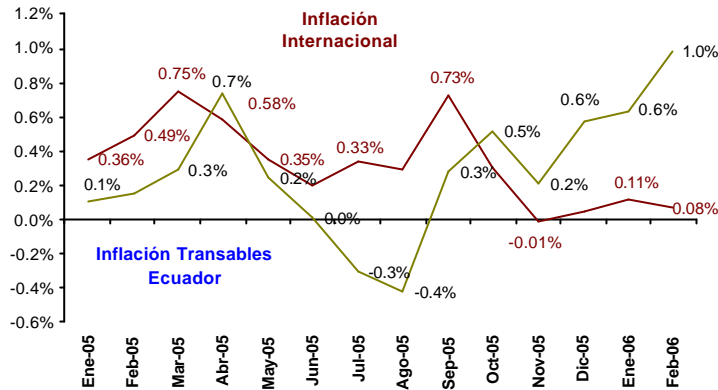
Un claro efecto de la evolución de la inflación internacional en la economía ecuatoriana, es su efecto sobre el crecimiento de los precios de los bienes transables (aquellos que se comercializan con el resto del mundo) del mercado ecuatoriano. Esto se debe a que los productores y comercializadores de 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. En teoría, este límite estaría dado por la inflación internacional (ver gráfico 4), más variaciones en las tasas arancelarias en los casos en que se apliquen. Desde octubre del año pasado la inflación mensual ecuatoriana se ha situado por arriba de la inflación internacional, y esta tendencia ha tendido a agudizarse durante el 2006. En el caso del 2005 este repunte estuvo influenciado por factores estacionales, climáticos y eventos específicos, como la devolución de los fondos de reserva a los afiliados del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, factores que contribuyeron a la aceleración del ritmo de crecimiento de los precios, especialmente durante el segundo semestre del año

<sup>19</sup> Banco Central de la República de Colombia, Comunicado de Prensa, 17 marzo 2006

<sup>20</sup> Banco Central de Perú, Nota Informativa del Programa Monetario, abril de 2006

Gráfico No.6

Inflación Mensual Internacional\* y del Ecuador

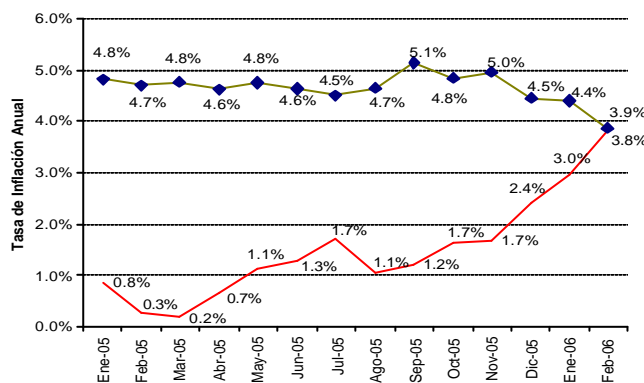


\*Calculada considerando la inflación de los 16 países más relevantes en las importaciones realizadas por el Ecuador. La inflación está ponderada por la importancia de cada país en el flujo de importación con el Ecuador  
Nota: La inflación del Ecuador corresponde a datos provisionales.

Sin embargo, en términos anuales, la inflación de bienes transables del Ecuador apenas habría convergido a la inflación internacional. Así, durante el año 2005 se observó una aceleración del ritmo de convergencia del crecimiento de los precios de los productos transables a la inflación internacional. Cabe anotar que en los últimos meses de 2005 y los primeros meses de 2006, esta mayor convergencia se habría explicado por el impacto adverso de las sequías y heladas de la costa y la sierra ecuatoriana<sup>21</sup>, respectivamente, en los precios de los bienes agrícolas y ganaderos.

Gráfico No.7

Inflación Anual de Transables e Inflación Internacional\*



\*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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC) y Bloomberg.

<sup>21</sup> El país debió enfrentar durante el último trimestre de 2005 dificultades de orden climático, tanto en la región sierra como en la costa. En la costa se evidenció una larga temporada de sequía, mientras que en la sierra se observaron las heladas que afectaron a varios cultivos. La inflación experimentada por el sector agrícola mostró una contribución creciente a la tasa de inflación anual.

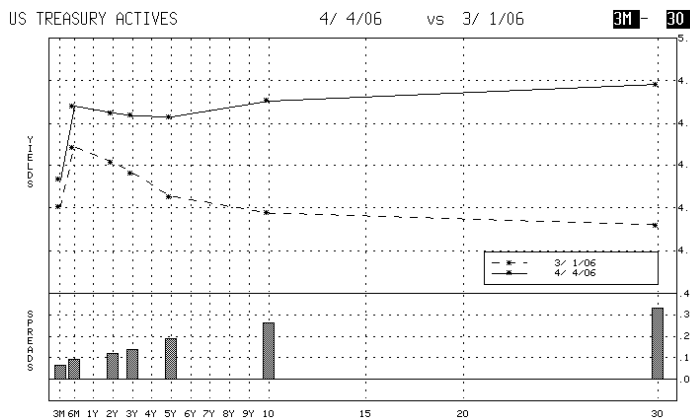
## II. MERCADOS FINANCIEROS

El mercado financiero norteamericano recibió sin sobresalto el incremento en la tasa referencial de los fondos federales decidido el 28 de marzo de 2006, en una magnitud de 25 puntos básicos, con lo que la tasa objetivo referencial de las inversiones a un día plazo se ubica en el 4.75%.

Con esta última alza, se registran 15 movimientos consecutivos aprobados por el Comité de Mercado Abierto del FED desde junio de 2004.

### Mercado de Renta Fija

Gráfico 8

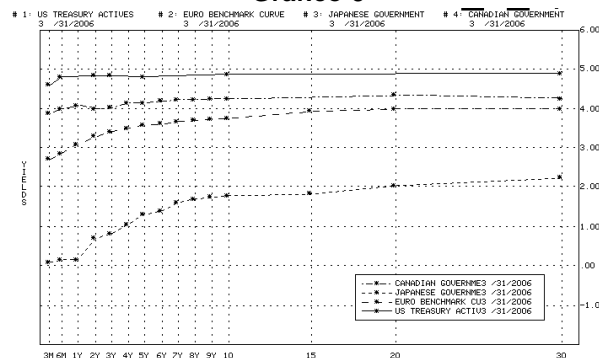


El alza anteriormente descrita, moduló la curva de rentabilidad de los títulos referenciales del Tesoro Norteamericano hacia una forma plana dejando atrás la forma invertida registrada a inicios de marzo, con la que los plazos cortos redituaban una mayor rentabilidad en relación con los de plazos largos.

De su parte, el mercado de renta fija en USD dólares sigue redituando las mayores tasas nominales, tal como se puede apreciar en el gráfico adjunto en donde se presentan las curvas de los títulos soberanos de los EE.UU, los títulos referenciales del Area Euro, Japón y Canadá.

Al ser la tasa de interés uno de los elementos que inciden en las decisiones de inversión de los agentes, se esperaría que un rebalance de flujos de capitales hacia la economía norteamericana con el consecuente efecto sobre el precio del dólar.

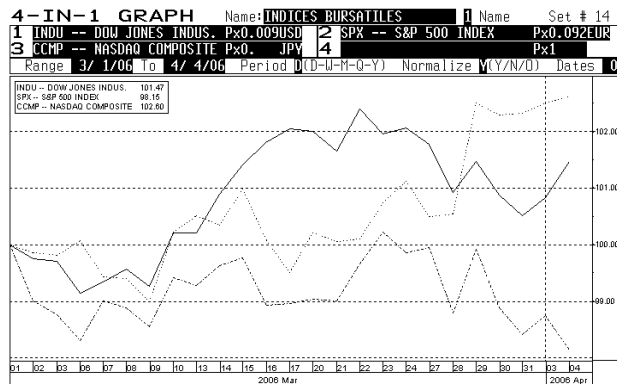
Gráfico 9



### Mercado de renta variable

El mercado de renta variable mostró un comportamiento de relativa estabilidad entre las fechas de apertura y cierre de mes de marzo, e incluso en términos de volatilidad dentro de ese período de tiempo.

Gráfico 10



Los índices Dow Jones y Nasdaq, referentes del sector industrial y del tecnológico registraron una alza moderada en tanto que el Standard & Poor's mostró una baja marginal tal como se puede apreciar en el siguiente gráfico.

Analizando el comportamiento mostrado por este sector del mercado norteamericano se puede concluir que la expectativa generada por el alza de

tasas a finales del mes de marzo, conllevó a una pausa en las decisiones para las inversiones en este sector que se caracteriza por ser a plazos largos. El tema de tasas tiene una incidencia directa sobre el endeudamiento de las empresas, el que a su vez afecta la inyección de capital de trabajo o la inversión en capacidad de planta.

### Mercado de divisas

En marzo de 2006, el dólar se depreció en 1.8% frente al EURO y se apreció en 1.4% frente al YEN, tal como se puede notar en el gráfico adjunto.

El acontecimiento relevante en de este mercado fue el anuncio de China y de varias naciones del Medio Oriente de iniciar un proceso de diversificación de sus reservas en monedas distintas al dólar norteamericano. En términos de selección de divisas entre EUR y el JPY, la balanza se ha inclinado al EUR, la cual ha mostrado un incremento importante en su cotización.

Entre las fechas de apertura y cierre del mes de análisis, las cotizaciones del EUR fueron de EUR/USD 1.1923 y 1.2128, respectivamente. De su parte, el JPY en el mismo período fue de USD/JPY 116.10 y 117.78.

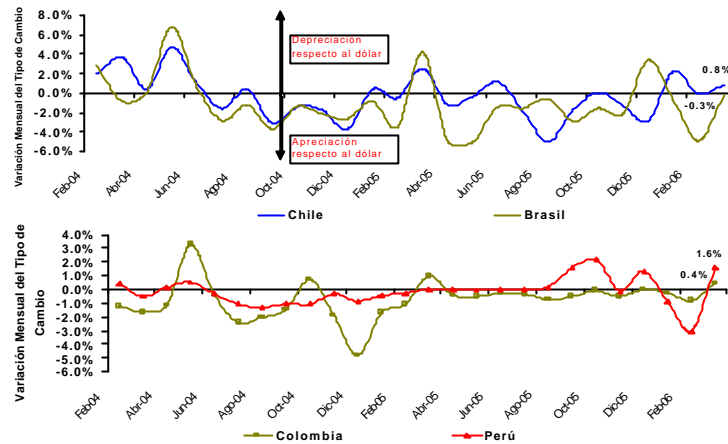
Algunos analistas esperan que el dólar tienda a depreciarse respecto al EURO durante el segundo semestre de 2006, alcanzando incluso una cotización de USD/EURO 1.50<sup>22</sup>. Este escenario ocurriría en un contexto de desaceleración del crecimiento económico de Estados Unidos.

En relación a las monedas de América Latina, durante el mes de marzo<sup>23</sup>, el dólar se apreció respecto a las monedas de varios países latinoamericanos. Respecto a peso colombiano el dólar registró una apreciación de 0.4%, que contrasta con la depreciación registrada en febrero (0.8%). Respecto al sol peruano el dólar se apreció en 1.6%, mientras que respecto al peso chileno la apreciación fue de 0.8%.

<sup>22</sup> ECR, marzo 2006.

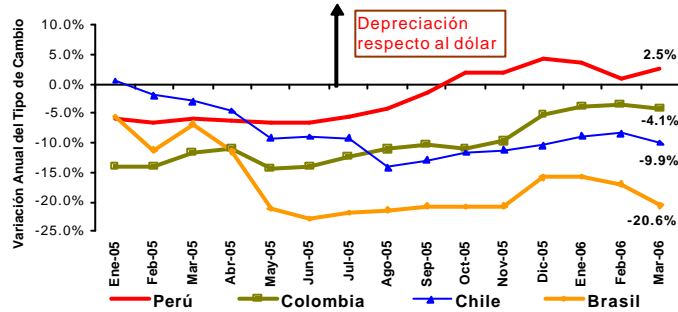
<sup>23</sup> Para esta análisis se utiliza el promedio de las cotizaciones diarias de cada moneda respecto al dólar.

**Gráfico No.11**  
**Variación Mensual de los Tipos de Cambios Respecto al Dólar**



En cuanto a la variación anual de las cotizaciones, el dólar siguió depreciándose respecto al real de Brasil (20.6%), y los pesos chileno (9.9%) y colombiano (4.1%). En contraste, en el caso de Perú el dólar se apreció en 2.5% respecto a marzo del año anterior.

**Gráfico No.12**  
**Variación Anual de los Tipos de Cambios Respecto al Dólar**



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 hacia sus clientes.

Fuente de información: Sistema Bloomberg, Reuter y sistemas especializados de información financiera internacional

## Estadísticas Económicas Internacionales

Tasas de Interés E.E.U.U				Tasas de Interés Internacionales			
	31-Mar-06	1 Semana Antes	Un año Antes		31-Mar-06	1 Semana Antes	Un año Antes
T-Bill 3 meses	4.62%	4.63%	2.77%	EURO Libor 3 meses	2.82%	2.74%	2.14%
LIBOR 3 meses	5.00%	4.96%	3.12%	YEN LIBOR 3 meses	0.11%	0.11%	0.05%
Tesoro 1 año	4.85%	4.77%	3.38%	Alemania Bono 10 años	3.77%	3.63%	3.62%
Tesoro 2 años	4.82%	4.71%	3.78%	UK Bonos 10 años	4.40%	4.33%	4.70%
Tesoro 5 años	4.81%	4.66%	4.17%	Japón Bono 10 años	1.78%	1.74%	1.33%
Tesoro 10 años	4.85%	4.67%	4.48%	Canadá Bono 10 años	4.26%	4.14%	4.32%
Tesoro 30 años	4.89%	4.69%	4.76%				

Precios Commodities				Tipos de Cambio			
	31-Mar-06	1 Semana Antes	Un año Antes		31-Mar-06	1 Semana Antes	Un año Antes
WTI (USD/barril)	66.4	64.3	55.4	USD/Euro	1.210	1.200	1.300
Oro (USD/onza)	580.0	560.1	428.4	Yen/USD	117.710	117.460	107.150
Acero (USD/Ton)	525.0	525.0	600.0	USD/Libra	1.740	1.740	1.890
Cobre (USD/libra)	252.0	541.2	151.1	Peso Mexicano/USD	10.900	10.870	11.170
Gas Natural (USD/MMBTU)	7.2	7.3	7.7	Yuan China/USD	8.020	8.030	8.280
				Real Brasil/USD	2.164	2.158	2.679
				Peso Colombiano/USD	2.291	2.267	2.374
				Sol Peru/USD	3.369	3.366	3.261
				Peso Chileno/USD	526.35	531.06	586.10

## Proyecciones Económicas Internacionales

Crecimiento Económico Estados Unidos						Tasas de Interés y Rendimiento Bonos						
	I-2006	II-2006	III-2006	IV-2006	2006		I-2006	II-2006	III-2006	IV-2006	IV-2007	
	(crecimiento trimestral anualizado)					(anual)	Merril Lynch	(Fin de Periodo)				
J.P. Moraan	5.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.4%	Fed Funds	4.75%	4.75%	4.50%	4.25%	3.75%	
Wachovia	5.3%	3.2%	2.7%	2.6%	3.4%	LIBOR (3 meses)	4.80%	4.65%	4.35%	4.10%	3.95%	
Merril Lvnch	4.3%	2.5%	2.0%	1.8%	2.9%	USA 2 años T-Note	4.95%	4.50%	4.30%	4.10%	3.95%	
MFR	4.7%	2.5%	2.8%	2.7%	3.2%	USA 5 años T-Note	4.85%	4.40%	4.20%	4.00%	4.20%	
						USA 10 años T-Note	4.70%	4.40%	4.15%	4.00%	4.35%	
						MFR						
						Fed Funds	4.75%	5.00%	5.00%	5.00%		
						USA 2 años T-Note		5.15%	5.25%	5.15%		
						USA 10 años T-Note		5.05%	5.25%	5.35%		
						J.P. Moraan						
						Fed Funds	4.75%	5.00%	5.00%	5.00%	6.00%	
						Area Euro Tasa Objetivo		2.75%	3.00%	3.25%	3.75%	
						SELIC (Brasil)		15.00%	13.75%	13.75%	12.50%	
						Chile (tasa descuento)		5.25%	5.50%	5.75%	5.75%	
						USA 2 años T-Note		4.80%	5.05%	5.10%		
						USA 10 años T-Note		5.05%	5.15%	5.25%		
						Euro 2 años bonos		3.10%	3.15%	3.20%		
						Euro 10 años bonos		3.50%	3.40%	3.40%		
						Wachovia						
						Fed Funds	4.75%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	
						LIBOR (3 meses)		5.10%	5.10%	5.10%	5.15%	
						USA 10 años T-Note		4.85%	4.95%	5.00%	5.30%	

America Latina (Año 2006)					
	UBS		Bancos Centrales		
	Crecimiento	Inflación	Crecimiento	Inflación	
América Latina	4.1%	5.4%			
Argentina	7.3%	13.0%			
Brasil	3.9%	4.5%	4.0%	4.5%	
Chile	5.4%	3.0%	5.25-6.25%	2.7%	
Colombia	4%	5.1%	4.5%	4.5%	
Ecuador	2.3%	3.5%	3.2-3.5%	2.3-2.5%	
Perú	5.0%	2.5%	5.0%	2.5%	
México	3.9%	3.3%			

Tipos de Cambio					
	Jun-06	Sep-06	Dec-06	Mar-07	Jun-07
US\$/Euro					
J.P. Moraan	1.20	1.23	1.25	1.30	
Wachovia	1.23	1.27	1.30	1.32	1.33
Merril Lvnch	1.28	1.34	1.29	1.24	1.26
Brazil Real/US\$					
Merril Lvnch	2.5	2.65	2.6	2.55	2.55
Wachovia	2.20	2.25	2.30	2.40	2.50
Japón Yen/US\$					
Merril Lvnch	105	100	101	105	100
Wachovia	114	110	106	102	98
Peso Mexicano/US\$					
Wachovia	10.8	10.6	10.4	10.4	10.3
Merril Lvnch	11.1	10.65	10.4	10.5	10.6