

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

**Boletín Mensual  
del Entorno Económico Internacional**

**Dirección General de Estudios  
Dirección General Bancaria**

**Junio 2006**

## **Indice**

### **Resumen Ejecutivo**

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

### **Estados Unidos**

#### *Crecimiento Económico e inflación*

#### *Sector Externo*

#### *Recuadro No.1: Perspectivas de la Economía Americana*

### **Área Euro**

### **América Latina y el Caribe**

#### *Inflación*

#### *Política Monetaria*

### **Inflación Internacional**

## **II. MERCADOS FINANCIEROS**

### **Mercado de renta fija**

### **Mercado de renta variable**

### **Mercado de divisas**

## **III. MERCADOS DE COMMODITIES Y PRECIOS DE LAS IMPORTACIONES DESDE E.E.U.U**

### **Proyecciones Económicas Internacionales**

## RESUMEN EJECUTIVO

- ◆ La publicación del dato definitivo del crecimiento económico de Estados Unidos para el primer trimestre de 2006<sup>1</sup>, reflejó un crecimiento (5.6%) mayor al presentado en el primer avance (4.8%), y que estaría muy por arriba del registrado en el trimestre inmediato anterior (1.7%).
- ◆ En la reunión del 29 de junio de 2006, el Comité de la Reserva Federal decidió elevar en 25 puntos básicos el objetivo de la tasa de interés de los fondos federales, situándola en 5.25%. De acuerdo al Comité, los riesgos inflacionarios todavía persisten a pesar de la moderación observada en el crecimiento económico; cualquier decisión futura dependerá fundamentalmente de la evolución de la actividad económica y la inflación.
- ◆ Luego del “derrumbe de las bolsas de valores” y del rendimiento de los bonos de los mercados emergentes registrado en el mes de mayo, el spread entre el rendimiento de la deuda soberana de mercados emergentes y el rendimiento de los bonos del Tesoro, medido a través del EMBI mantuvo una tendencia al alza durante el mes de junio, especialmente en el caso de países como Argentina, Perú y Venezuela
- ◆ En el ámbito cambiario, durante el mes de junio, el dólar continuó apreciándose en relación a varias monedas de América Latina, especialmente a las monedas de Colombia, Chile y Brasil. Esta evolución coincide con la mayor aversión al riesgo de los inversionistas internacionales respecto a los mercados emergentes y las expectativas de mayores ajustes de las tasas de la FED.
- ◆ Las expectativas de ajustes de la tasa de interés de la FED también afectaron la evolución del mercado de commodities. En efecto el precio promedio de varios metales y minerales, registraron una variación mensual negativa durante el mes de junio, en contraste con lo que se había observado en los meses anteriores. Debido al fortalecimiento del dólar, el precio promedio del oro se redujo de USD 674/onza Troy a USD 597/onza Troy.
- ◆ En la reunión del 6 de julio de 2006, el Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener inalterada la tasa de interés para las operaciones de refinanciamiento en 2.75%.

<sup>1</sup> Publicación realizada por el Bureau of Economic Analysis (BEA) el 29 de junio de 2006.

## I. ANALISIS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL

### Estados Unidos

#### Crecimiento Económico e inflación

De acuerdo a las cifras definitivas<sup>2</sup> de las cuentas nacionales estadounidenses, en el primer trimestre de 2005 el crecimiento económico de E.E.U.U habría sido de 5.6%. y se explicaría principalmente por el mayor dinamismo del consumo privado, las exportaciones y el gasto del gobierno federal.

El Índice de Confianza del Consumidor<sup>3</sup> calculado por el Conference Board<sup>4</sup>, registró una variación positiva en el mes de junio, pasando de 104.7 en mayo a 105.7 (1985=100) en junio. Esta caída se produce después de dos meses consecutivos de variaciones positivas.

Gráfico 1

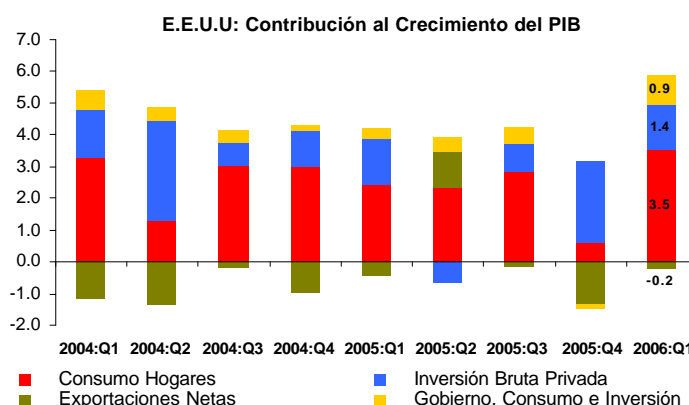


Gráfico 2



El Índice de la Actividad Manufacturera publicado por el Institute for Supply Management (ISM)<sup>5</sup> refleja que en junio este sector continuó expandiéndose<sup>6</sup>, alcanzando así 37 meses consecutivos de crecimiento. Sin embargo, al igual que en el mes anterior, en junio el ritmo de expansión del sector manufacturero se desaceleró (ver gráfico 2). De acuerdo al ISM, las nuevas órdenes mostraron un desempeño bastante

favorable.

En cuanto al Índice de la Actividad no Manufacturera, en junio este alcanzó 39 meses consecutivos de crecimiento. Las actividades de negocio, las nuevas órdenes, el empleo, los inventarios, y los precios crecieron a un menor ritmo que el del mes anterior.

<sup>2</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> 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>4</sup> La encuesta de confianza del consumidor se basa en una muestra de 5.000 hogares estadounidenses.

<sup>5</sup> June Manufacturing ISM Report On Business, 3 de julio 2006.

<sup>6</sup> Un índice por arriba de 50 refleja una expansión de la actividad manufacturera.

Entre los commodities utilizados en la actividad no manufacturera, que habrían registrado los mayores incrementos de precios en el mes de abril se encuentran: aluminio, cemento, materiales de construcción, cobre, papel, diesel, electricidad, textiles productos de petróleo, plástico y acero.

En el ámbito laboral, en el mes de junio, la tasa de desempleo (4.6%) fue similar a la observada en meses anteriores (4.7%).

En junio de 2006, el ritmo de crecimiento de los precios de la economía estadounidense, fue menor al registrado en el mes de mayo, situándose la inflación mensual en 0.2% (también 0.2% con ajuste estacional). El principal cambio respecto al mes de mayo, fue que los precios de aquellos rubros asociados a la energía (commodities y servicios), alcanzaron una variación negativa de 0.9%, significativamente inferior al 2.4% observado en mayo. El rubro transporte también registró una desaceleración del ritmo de crecimiento de los precios (de 1.5% a -0.2%) seguramente influido por la menor inflación de los rubros asociados a energía. De otra parte, en el mes de junio, experimentaron un repunte de inflación los rubros de alimentos, vivienda, educación y comunicación y de otros bienes y servicios.

**Cuadro 1**  
**E.E.U.U: Inflación**

	Inflación Mensual (con ajuste estacional)						Inflación Anual				
	Ene-06	Feb-06	Mar-06	Abr-06	May-06	Jun-06	Feb-06	Mar-06	Abr-06	May-06	Jun-06
<b>Todos los ítems</b>	0.7	0.1	0.4	0.6	0.4	0.2	3.6	<b>3.4</b>	<b>3.5</b>	<b>4.2</b>	<b>4.3</b>
Alimentos y Bebidas	0.5	0.2	0.1	0	0.2	0.3	2.7	2.6	1.8	1.9	2.2
Vivienda	0.5	0.1	0.2	0.1	0.3	0.2	4	3.7	3.8	4	4.2
Transporte	1.8	-0.2	0.9	2.4	1.5	-0.2	5.8	5.1	6.3	9	9
Medical Care	0.1	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	4	4.1	4.1	4.2	4.1
Recreación	0	0.1	0.4	0.3	0.2	0.1	1.1	1.5	1.7	1.6	1.9
Educación, Comunicación	0.4	0.2	0.2	0.3	0	0.3	2.6	2.6	2.6	2.7	2.7
Otros bienes y servicios	0.3	0.1	0.2	0	0.1	0.6	2.7	2.8	2.7	2.5	2.9
Energía	5	-1.2	1.3	3.9	2.4	-0.9	20.1	17.3	17.8	23.6	23.3
Alimentos	0.5	0.1	0.1	0	0.1	0.3	2.8	2.6	1.8	1.9	2.2
<b>Índice excluido Alimentos energía</b>	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	2.1	2.1	2.3	2.4	2.6

Fuente: Bureau of Labor Statistics

Por su parte, la inflación subyacente (excluye alimentos y energía) volvió a alcanzar una variación de 0.3%, igual a la observada en marzo, abril y mayo.

En términos anuales, en junio el índice general de precios registró una variación de 4.3%, muy similar a la del mes anterior. El rubro de transporte alcanzó una inflación anual de 9%, mientras la inflación correspondiente al rubro de energía llegó a 23.3%.

### Sector Externo

Durante la última semana del mes de junio la Oficina de Análisis Económico de los E.E.U.U publicó las cifras correspondientes a la posición neta de inversiones internacionales<sup>7</sup> de los E.E.U.U para el año 2005. Las cifras evidenciaron el déficit más alto registrado en la historia de dicho país, que alcanzó el 21% del PIB<sup>8</sup>. Dado que el déficit en cuenta corriente de los E.E.U.U se financia a través de los flujos netos de capital (compras netas de activos estadounidenses por parte de no residentes), la

<sup>7</sup> Calculado como la diferencia entre el valor de los activos externos que son propiedad de Estadounidenses y el valor de los activos estadounidenses que están en manos de extranjeros.

<sup>8</sup> Wachovia, International Developments, junio 2006.

posición neta de inversiones internacionales refleja entonces y en esencia el movimiento de la cuenta corriente de los E.E.U.U,

Por otro lado, las inversiones internacionales netas puede tener incidencia en la cotización del dólar respecto a otras divisas, ya que al ser los E.E.U.U un deudor neto respecto al resto del mundo, una potencial liquidación de las inversiones en activos estadounidenses por parte de los acreedores internacionales, implicaría una caída del valor del dólar y un repunte de las tasas de interés.

Sin embargo, de acuerdo a algunos analistas<sup>9</sup>, al momento no existen indicios de una posible reversión en la demanda de dichos activos por parte de los inversionistas extranjeros. De hecho durante el año 2005, el valor de los activos estadounidenses en manos de extranjeros (sector privado) se incrementó en USD 1 trillón. El sector privado es el principal tenedor de activos estadounidenses, superando ampliamente a los bancos centrales y otras entidades del sector público. Mientras los activos estadounidense en manos de extranjeros pertenecientes al sector privado ascendieron a USD 10.000 mil millones en el año 2005, los activos en manos de sectores “oficiales”, en su mayoría bancos centrales, alcanzaron los USD 2.200 mil millones.

Los mismos analistas señalan sin embargo, que el dólar tenderá a depreciarse respecto a otras divisas a lo largo de los próximos uno o dos años, debido a que mientras la FED casi ha terminado con el ciclo de ajuste de las tasas de interés, los bancos centrales de otros países industrializados tienen programado elevar las tasas de interés durante el próximo año, situación que reducirá el atractivo de los activos en dólares, pudiendo conducir a una caída de las compras externas netas de activos estadounidense, y con ello presionar a la depreciación del dólar.

Por su parte, otros analistas<sup>10</sup> insisten en que existe un gran problema relacionado con el enorme déficit en la cuenta corriente estadounidense, el cual se encuentra financiado en una buena parte por inversionistas extranjeros. Si estos suspenden sus flujos, los intereses subirán fuertemente, originando también que los precios de los activos bajen. Además este enorme déficit en la cuenta corriente conlleva el riesgo de una fuerte depreciación del dólar, por lo que las monedas de Japón y Europa se verían en una situación muy comprometidas ya que muchas empresas trasladarían su producción a los países de bajo costo laboral (la mayoría de las divisas de estos países de bajo costo laboral mantienen algún tipo de vínculo con el dólar).

<sup>9</sup> Wachovia, International Developments, junio 2006.

<sup>10</sup> Global Financial Markets. Independent Financial Research. 15 de junio, 2006. Página 2

**Recuadro No.1**  
**Perspectivas de la Economía Americana**

**Wachovia**<sup>11</sup>: El crecimiento económico de E.E.U.U se basa cada vez menos en el gasto de consumo y una positiva evolución del sector de la vivienda, y se sustenta cada vez más en las actividades de inversión del sector empresarial. Se espera que en un contexto de moderación del crecimiento económico, la Reserva Federal mantenga estables las tasas de interés. Sin embargo, si bien la FED finalizará próximamente con su ciclo de ajustes, se espera que las tasas de interés en Japón y el Area Euro, sean revisadas al alza. La fortaleza del índice Tankan, que mide el entorno empresarial, sugiere que el Banco Central de Japón pronto realizará un ajuste de las tasas de interés.

**J. P Morgan**<sup>12</sup>: Elevaron sus proyecciones de la tasa de interés de la FED, y estiman un ajuste a 5.5% en agosto y otro en diciembre, con el que la tasa finalizaría el año en el 6%. Consideran que la economía americana se encuentra en una posición cíclica saludable, sustentada en la expansión del sector corporativo, un entorno externo favorable y condiciones financieras igualmente favorables. Si bien se espera una moderación del crecimiento económico para mediados de 2006, explicada por un menor dinamismo del gasto de consumo duradero, así como del sector de la vivienda (resultado de la normalización de la política monetaria), no se considera que esta moderación sea el preludio de un período de menor crecimiento económico.

**ECR**: Señalan los problemas que enfrenta ahora la economía de los EEUU son el resultado de las decisiones de política económica de finales de los 90s cuando existían procesos deflacionarios que repercutían en las economías industrializadas por el enorme nivel de endeudamiento. En ese entonces fue necesario estimular la demanda incluso después de la corrección de la renta variable en el 2000. Pero no fue suficiente y los bancos centrales tuvieron que insertar más liquidez al mercado de lo que la economía real podía absorber. Este exceso de liquidez empujó hacia arriba los precios de los activos (acciones, bonos, inmuebles) y redujo el nivel de ahorro, viéndose estimulado el crecimiento. Pero cuando los precios de las materias primas suben a causa de ello, lo que se ve estimulada es la inflación. A su vez, este estímulo ha causado el incremento de los préstamos (aumentando considerablemente las deudas) y por eso los precios de los activos se encuentran muy por encima de su valor subyacente real, los cuales se han vuelto más vulnerables. Esto significa que las economías – Estados Unidos y Japón en especial – son mucho más sensibles ante las subidas de intereses, siendo necesario estar alerta de cualquier caída de los precios de los activos, ya que puede invertirse esta situación: disminuyendo los créditos y aumentando los ahorros<sup>13</sup>.

Consideran que a pesar de los temores generados en torno a la moderación del crecimiento económico en E.E.U.U, todavía mucho capital extranjero seguirá fluyendo hacia ese país, lo cual mantendrá elevados los precios de los activos estadounidenses, situación que a su vez contribuirá a un crecimiento sólido de la economía. Entre los factores que favorecerán el crecimiento económico de los E.E.U.U se encuentran: mayores subidas salariales que compensarían el mayor gasto en intereses de los consumidores; crecimiento económico favorable fuera de E.E.U.U, que contribuirá a incrementar las exportaciones estadounidense; mayores inversiones en el sector empresarial. En este contexto esperan que las presiones ascendentes sobre la inflación perduren<sup>14</sup>.

En el caso del Area Euro, ECR estima que el Banco Central Europeo realizará un nuevo ajuste de 25 puntos básicos en la tasa de política monetaria a fines de agosto y otro a fines de año.

## **Área Euro**

En la reunión del 6 de julio de 2006, el Consejo de Gobernadores del Banco Central Europeo decidió mantener inalteradas las tasas de interés para las operaciones de refinanciamiento en 2.75%.

<sup>11</sup> Wachovia, Weeckly Commentary, 07 de julio 2006.

<sup>12</sup> J.P Morgan, Global Data Watch, 16 de junio 2006.

<sup>13</sup> ECR, Global Financial Markets, 15 de junio 2006.

<sup>14</sup> ECR, Global Currencies, 27 de junio 2006.

De acuerdo a las últimas proyecciones macroeconómicas del Area Euro<sup>15</sup>, se espera que el crecimiento económico se sitúe entre 1.8% y 2.4% durante el año 2006 y entre 1.3% y 2.3% en el 2007.

En el ámbito de los precios, la inflación anual del Area Euro habría sido de 2.5% en junio, alcanzando así, el mismo porcentaje registrado en el mes anterior. El Banco Central Europeo estima que en los próximos meses y durante el 2007 la inflación se mantendría por arriba del 2%.

## América Latina y el Caribe

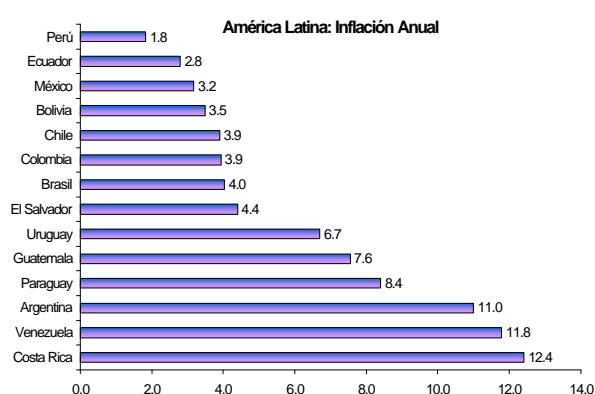
### Inflación

En junio de 2006, varios países latinoamericanos registraron una tasa de inflación menor a la observada en el mes anterior. En Ecuador, Paraguay, Brasil y Perú, incluso se registraron tasas de inflación negativas. Costa Rica, Argentina, Venezuela, Paraguay y Guatemala continuaron presentando las mayores tasas de **inflación anual** en la región latinoamericana. Por su parte, Perú, Ecuador, México, Bolivia, Chile y Colombia registraron las menores tasas de inflación anual (ver gráfico 3). En términos mensuales los mayores repuntes del ritmo de crecimiento de los precios se registraron en Venezuela, Costa Rica, El Salvador, Bolivia, Guatemala y Chile. (ver cuadro 2).

Cuadro 2

	Inflación Mensual Jun-06	Variación respecto a Mayo
Argentina	0.50	=
Costa Rica	0.96	-
Chile	0.60	+
Venezuela	1.85	+
Uruguay	0.32	-
Perú	-0.13	+
Colombia	0.30	-
Guatemala	0.60	-
Paraguay	-0.40	+
Bolivia	0.62	-
Brasil	-0.21	-
Ecuador	-0.23	-
El Salvador	0.8	+
México	0.09	+

Gráfico 3



En cuanto a los países que registraron deflación, Perú presentó la segunda variación negativa en los que va del año (-0.53 en mayo), observándose una disminución de precios en los rubros de Alimentos y Bebidas (-0.25%), cuidado y conservación de salud (-0.21%) y especialmente en enseñanza y cultura (-0.94%). En el caso de los alimentos, la caída del ritmo de crecimiento de los precios correspondió a los tubérculos y raíces (-4.5%), especialmente la papa (-4.8%) y el camote (-2.8%), así como a las frutas (-3%), especialmente cítricos (-5.6%), papaya (-13.3%), fresa (-6.2%) y maracuyá (-1.6%).

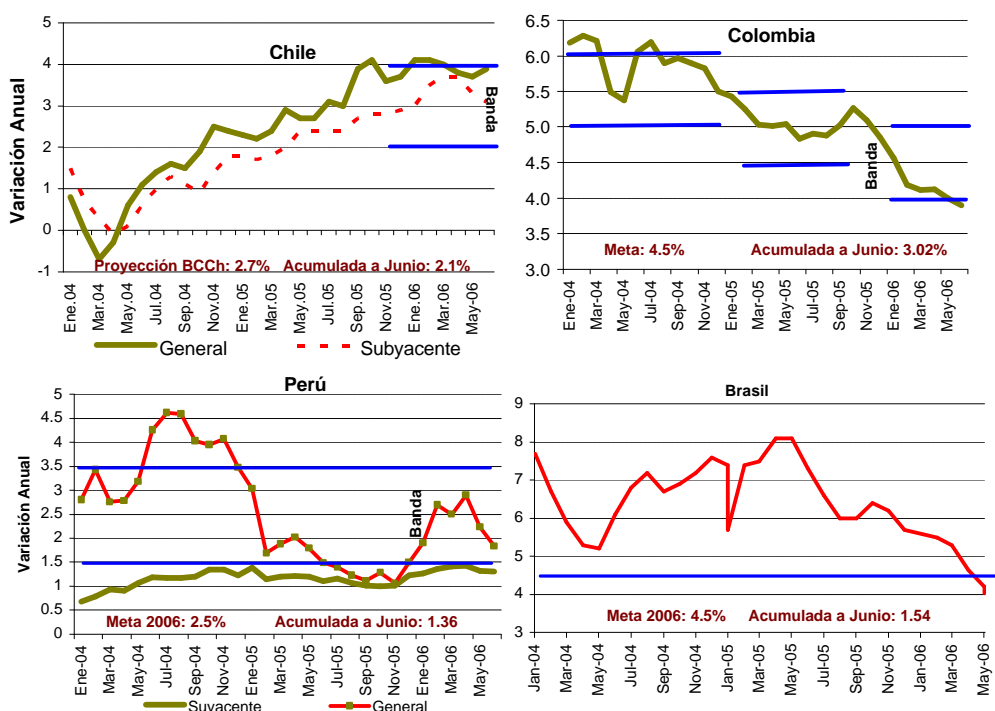
En Brasil, los precios de los rubros de alimentos y bebidas, artículos de residencia, y transporte, registraron una variación negativa de 0.61%, 0.63% y 0.93%, respectivamente.

<sup>15</sup> Realizadas por el Staff del Sistema del Euro.

En Chile, la inflación anual (3.9%) volvió a situarse por debajo del techo del rango meta de inflación definido por el Banco Central de Chile, aunque revirtiendo la tendencia decreciente que se había observado desde abril

Gráfico 4

Metas de Inflación en América Latina: Enero 2004-Junio 2006



En el caso de Colombia, en mayo la inflación anual (3.9%) se situó por debajo del límite inferior del rango meta de inflación definido por el Banco Central, y la inflación acumulada a junio (3.02%) se mantiene por debajo de la meta de 4.5% que se espera alcanzar a fin de año. En Perú, si bien la inflación general todavía permanece dentro del rango meta definido por el Banco Central, continúa acercándose más al rango inferior de la banda. La inflación acumulada a junio (1.36%) fue muy inferior a la registrada en abril y mayo, situándose cerca del piso del rango de inflación definido por el Banco Central (1.5%) y por debajo de la meta (2.5%).

Durante el mes de junio, la inflación anual volvió a ubicarse, al igual que en el mes anterior, por debajo de la meta de 4.5% establecida por el Gobierno.

### Política Monetaria

El Comité de Política Monetaria del Banco Central de Colombia en su sesión del 20 de junio decidió incrementar la tasa de interés de intervención en 25 puntos básicos, elevándola de 6.25% a 6.50%. Si bien las proyecciones de inflación confirman el cumplimiento de la meta establecida para este año, la mayoría de los miembros del Comité “estimó que para años subsiguientes podrían presentarse riesgos de presiones inflacionarias, por lo cual se consideró conveniente adoptar el ajuste de tasa de interés anunciado. De esta manera, se busca asegurar que la economía continúe hacia las metas de inflación de mediano y largo plazo”.

En el caso de **Chile**, durante el mes de junio el Banco Central (BCCh) decidió mantener la tasa de interés de política monetaria<sup>16</sup> en 5%. En la sesión del Comité se señaló que “el entorno externo relevante para la economía chilena sigue siendo favorable, pese a que en las últimas semanas las condiciones financieras que enfrentan las economías emergentes se han tornado menos ventajosas”. También se señaló que la trayectoria de la inflación ha continuado dentro de lo previsto y que la inflación excluyendo combustibles, perecibles y algunos servicios regulados, ha disminuido recientemente.

En la reunión del 6 de julio, el Banco Central de **Perú decidió mantener** sin variación la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario en 4.5%<sup>17</sup>, señalando que el dinamismo de la actividad económica previsto para 2006 y 2007 (alrededor de 5.5%) es coherente con el cumplimiento continuo de la meta de inflación (de 1,5 a 3,5%).

El 23 de junio, la Junta del Gobierno del Banco de **México** decidió mantener sin variación la tasa de política monetaria, señalando que el entorno económico internacional permanece favorable para dicha economía, a pesar de que “se han renovado los temores respecto de una mayor inflación mundial”<sup>18</sup>. La Junta también señaló algunos factores que podrían generar presiones inflacionarias, entre ellos las elevadas y volátiles cotizaciones internacionales de los energéticos y de otras materias primas, la mayor aversión al riesgo en los mercados financieros, la elevada inflación doméstica en el sector de servicios. Adicionalmente, se señaló que las expectativas de inflación se sitúan todavía por encima de la meta de 3 por ciento.

### **Inflación Internacional**

La evolución de la inflación internacional tiene un efecto importante sobre el crecimiento de los precios de los bienes transables (aquellos que se comercializan con el resto del mundo). (ver gráfico 5) .

En el mes de junio de 2006 el ritmo de crecimiento de los precios a nivel internacional registró una caída importante respecto a lo observado en el mes anterior, alcanzando así una variación de 0.31%. La inflación de los bienes transables del Ecuador (-0.62%) volvió a situarse muy por debajo de la inflación internacional.

La caída de la inflación internacional se explica básicamente por las menores tasas de inflación mensual registradas en Europa, Estados Unidos y América Latina.

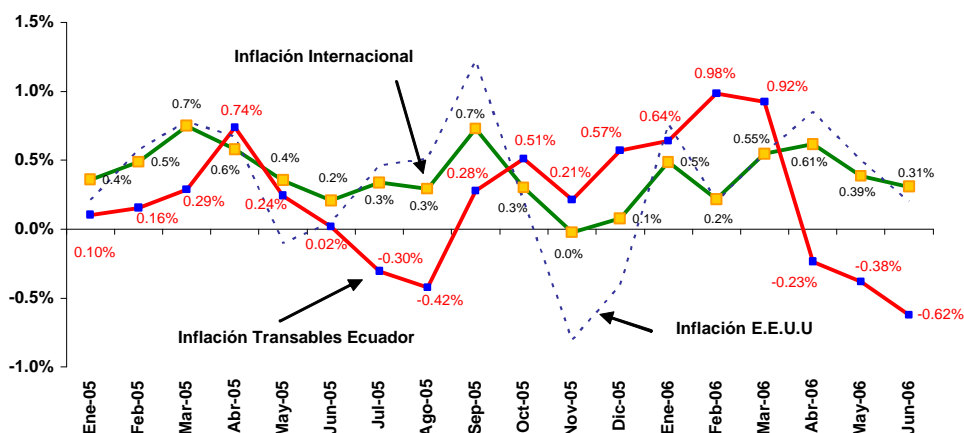
<sup>16</sup> El Banco Central implementa su política monetaria mediante la definición de un nivel objetivo para la tasa de interés interbancaria nominal, valor conocido como la tasa de política monetaria (TPM). Para lograr que la tasa interbancaria se sitúe en este nivel deseado, el Banco Central debe regular la liquidez (o reservas) del sistema financiero, a través del uso de varios instrumentos: operaciones de mercado abierto, compra y venta de pagarés de corto plazo, y líneas de créditos y depósitos de liquidez (facilidades ampliadas). Dentro de las herramientas, también se encuentra el encaje bancario sobre los depósitos, aunque en la práctica el Banco Central no la utiliza como instrumento activo de política monetaria.

<sup>17</sup> Banco Central de Perú, Nota Informativa del Programa Monetario, junio de 2006

<sup>18</sup> Banco de México, Comunicado de Prensa, 23 de junio 2006.

Gráfico No.5

Inflación Mensual Internacional\* y del Ecuador

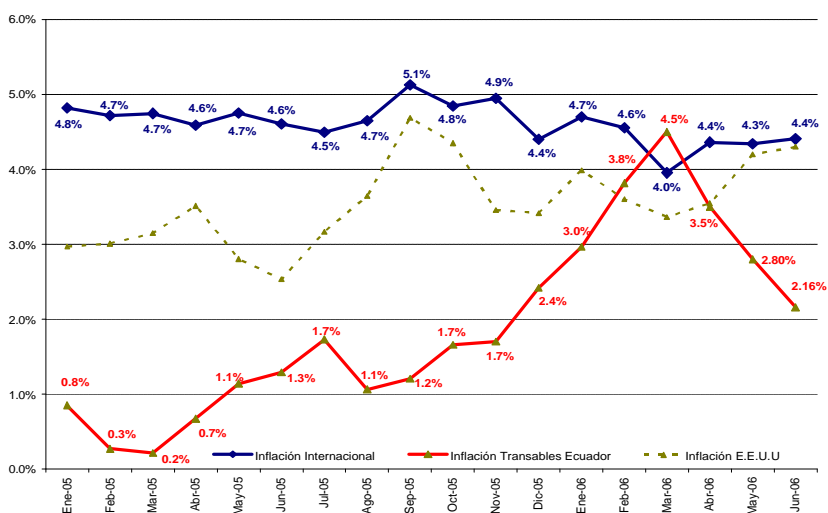


\*Calculada considerando la inflación de los 17 países más relevantes en las importaciones realizadas por el Ecuador. La inflación está ponderada por la importancia de cada país en el flujo de importación con el Ecuador  
Nota: La inflación del Ecuador corresponde a datos provisionales.

En términos anuales, la inflación de bienes transables del Ecuador (2.16%) volvió a situarse por debajo de la inflación internacional (4.4%) durante el mes de junio, con lo cual se revierte por tercer mes consecutivo la tendencia observada durante el año 2005 e inicios de 2006 (ver gráfico 6).

Gráfico No.6

Inflación Anual de Transables e Inflación Internacional



\*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 con el Ecuador

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

## II. MERCADOS FINANCIEROS

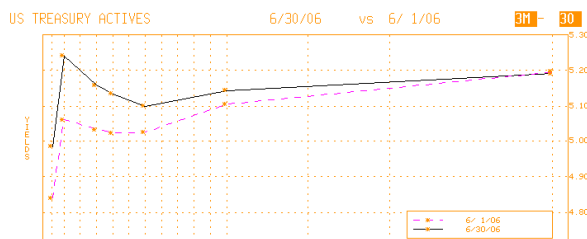
### Mercado de renta fija

#### *Estados Unidos*

La decisión de incrementar la tasa de interés objetivo referencial de los fondos federales en 25 p.b., el 29 de junio de 2006 hasta el 5 ¼, permitió que los mercados definan su posicionamiento en función de las rentabilidades y precios de los activos a lo largo de los diferentes plazos de la curva de los mercados monetarios y de capitales.

En términos nominales, la variación de la curva de rentabilidad de los títulos del Tesoro Norteamericano, entre el 1 y 30 de junio de 2006, reflejó un movimiento de aplanamiento. El aplanamiento supuso un incremento en todos los tramos hasta 20 años, dentro de los cuales, los sectores de 3 y 6 meses registraron las variaciones de mayor magnitud.

El tramo de 3 meses creció 14.3 puntos básicos (p.b) y el de 6 meses lo hizo en 17.9 pb. De su parte, los tramos de 2, 3, 5 y 10 años se incrementaron en valores de 12.5; 11.0; 7.5; y 3.5 pb., respectivamente.



La incertidumbre en torno a la decisión de tasas trajo consigo volatilidad en el mercado financiero. Los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, en especial el de 2 años presentó una trayectoria bastante fluctuante. De su parte, el rendimiento de los bonos de 10 años, el referencial del mercado de capitales, tuvo un desarrollo muy similar al de 2 años. Así, para el 2 de junio, la tasa de rentabilidad de los bonos de dos años tuvo una caída de casi 12 p.b. a 4.91%.

En junio 22 se experimentó la séptima caída consecutiva en los tesoros americanos – la pérdida más larga desde marzo 2002 -, frente a las expectativas de aumento en la tasa de interés que impulsaron a la tasa de rendimiento a subir un poco más. La tasa de interés de los futuros descontaban hasta un incremento de 50 p.b. Para el 23 de junio, los bonos tuvieron su peor caída en más de dos décadas una vez que el mercado empujó la rentabilidad al alza. Una vez que el FOMC declaró el 29 de junio el aumento de la tasa de interés a 5.25% e indicó que podría ser el fin del ciclo de aumento de la tasa, los bonos empezaron a subir. Enseguida los inversionistas empezaron a disminuir sus expectativas frente a un posible aumento de la tasa durante el mes de agosto. La tasa de rendimiento en los bonos de 10 años cayó 4 p.b. hasta 5.20% y el precio subió hasta 99 13/32. Los bonos de dos años tuvieron un rendimiento de 1.64% mayor a los bonos alemanes de la misma duración <sup>19</sup>.

<sup>19</sup> Las tasas de rendimiento como los precios fueron tomados de acuerdo a la corredora de bonos Fitzgerald LP en el mercado de Nueva York.

## **Alemania**

De su parte, en el mercado financiero alemán, el precio de los bonos de 10 años, el referencial de ese mercado, continuó disminuyendo ante las perspectivas de un aumento de la tasa de interés el 8 de junio por parte del Banco Central Europeo ECB, expectativa que fue confirmada por la autoridad monetaria. A partir del 13 de junio la tasa de rendimiento del bono de 10 años subió en forma persistente hasta ubicarse en 4.09% el 28 de junio, una variación de 23 p.b., equivalente a 5.9%.

En lo que se refiere a la curva de rentabilidad de los títulos gubernamentales de Alemania, entre el 1 y 30 de junio se evidenció un aplanamiento de la misma, con similares características de la del mercado norteamericano, esto es, registrando un incremento mayor en los tramos cortos y con pivote en el tramo de 30 años. Sin embargo, se destaca que la forma de la curva es normal.

El 8 de junio el ECB anunció que seguirá subiendo la tasa cada tres meses.

## **Japón**

El precio de los bonos del gobierno de Japón disminuyó por la menor demanda alcanzada en la subasta de la deuda de 10 años, a causa del posible aumento de las tasas de interés por parte del Banco de Japón. La tasa de rentabilidad de los bonos de 10 años aumentó en 5 p.b. a 1.905% debido a las señales de un mayor crecimiento económico de este país.

## **Mercado de renta variable**

Como se mencionó en el boletín anterior, en el mes de mayo tanto los mercados de renta fija como variable de las economías emergentes se vieron afectados debido al incremento de las tasas de interés en los países industrializados y a las expectativas de mayores ajustes futuros, ya que tal situación condujo a que los inversionistas redujeran su posicionamiento en los mercados emergentes. En el mes de junio, los mercados de renta variable continuaron presentando mucha volatilidad.

En efecto, las expectativas de ajustes en las tasas de interés de la mayoría de países industrializados resultaron en variaciones significativas a la baja en los precios de las acciones, mercado que también se vio afectado por la salida de inversionistas hacia los mercados de renta fija, en los que se presentaron incrementos en la rentabilidad.

Si bien para inicios del mes, los anuncios realizados por el Gobierno de los E.E.U.U en relación al aumento de la productividad, la disminución en los precios del petróleo y mayores ventas a las previstas, incidieron positivamente en el precio de las acciones de ese país, el 9 de junio las preocupaciones inflacionarias empujaron hacia abajo las acciones estadounidenses y cerraron la peor semana del mercado desde abril 2005. De su parte, el Índice Internacional de Mercados Emergentes aumentó 1.2%, alcanzando 705.59, gracias a la confianza en el futuro crecimiento económico de Asia

En la segunda semana de junio las acciones americanas volvieron a caer. Las compañías Exxon Mobil Corp. y Alcoa Inc., mostraron el peor desarrollo a la vez que los precios de aluminio y petróleo cayeron. El S&P 500 cayó 1.1% hasta 1238.09, mostrando una caída

anual de 0.8% y una caída de 6.5% del máximo alcanzado en 5 años. El Dow Jones perdió 97.32 o 0.9% hasta 10917.23; y el Nasdaq cayó 1.1% también hasta 2106.44.

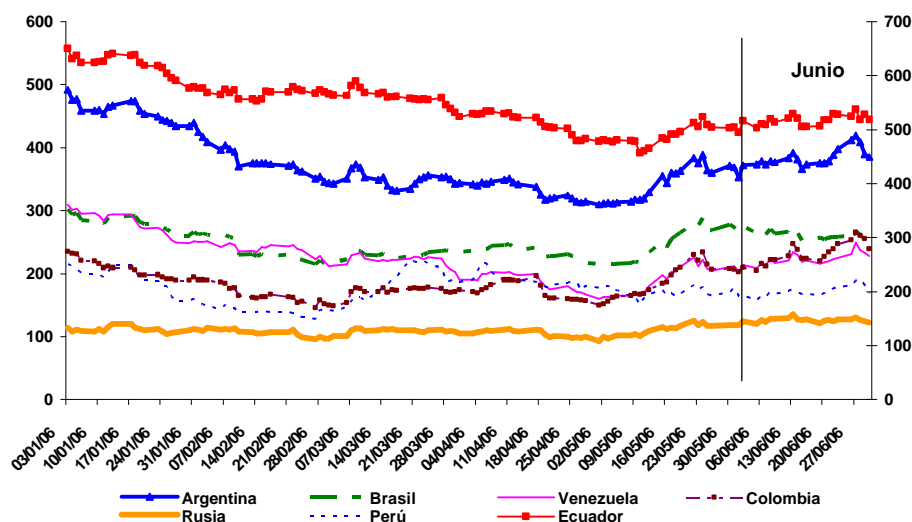
El 23 de junio, las acciones volvieron a bajar y el S&P 500 cayó por tercera semana desde octubre. Las acciones que se sobrepusieron a las especulaciones del aumento de la tasa de interés fueron las de empresas petroleras y de gas. El 26 de junio las acciones de Estados Unidos aumentaron por primera vez empujado por el desempeño de las firmas productoras de acero.

Por su parte, las acciones brasileras, mexicanas y argentinas lideraron la caída en el mercado latinoamericano durante la primera semana de junio como consecuencia a los crecientes precios de petróleo. El índice Bovespa de Brasil cayó en 3.2%, liderado por la caída de Petróleos Brasileiros S.A. La Bolsa mexicana disminuyó en 2.4% y el Mervall de Argentina cayó en 2.5%.

El Índice de Mercados Emergentes de Morgan Stanley basado en las acciones de 26 países en vías de desarrollo, cayó en 4.6% en los tres últimos meses debido a las crecientes tasas observadas alrededor del mundo, que disminuirían el atractivo de los activos más riesgosos.

Como se había señalado<sup>20</sup> la pérdida de interés en los mercados emergentes se tradujo en un repunte generalizado del spread entre el rendimiento de la deuda soberana de mercados emergentes y el rendimiento de los bonos del Tesoro, medido a través del EMBI. Durante el mes de junio el mencionado spread mantuvo una tendencia ascendente, especialmente en el caso de países como Argentina, Perú y Venezuela (ver gráfico No. 9). Así, el promedio diario del EMBI de Argentina pasó de 343 puntos básicos (p.b) en el mes de mayo a 383 p.b. en junio. En el caso de Brasil el EMBI subió de 245 p.b.a 262 p.b, en Venezuela de 189 p.b a 223 p.b, Colombia de 188 p.b a 231 p.b, México de 132 p.b. a 150 p.b y finalmente en Ecuador este promedio diario pasó de 488 p.b a 517 p.b entre los mes de mayo y junio.

Grafico No.9  
EMBI Mercados Emergentes

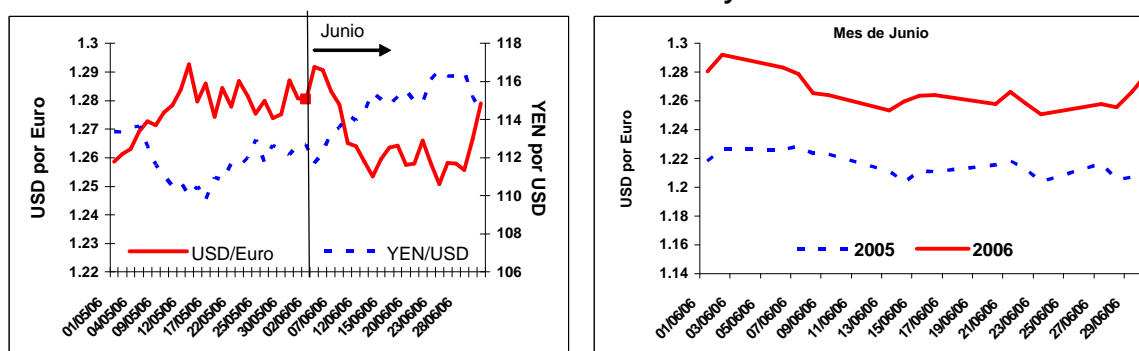


<sup>20</sup> Boletín Mensual del Entorno Económico Internacional, mayo 2006.

## Mercado de divisas

Durante el mes de junio de 2006 el dólar norteamericano mantuvo una tendencia al alza apreciándose frente al EURO y al Yen. En relación a mayo el dólar se apreció en 0.9% respecto al EURO y en 2.6% respecto al YEN. Por su parte, en relación al mismo período del año anterior, el dólar se depreció respecto al EURO en 4.2% y durante todo el mes su cotización se mantuvo por arriba de aquella observada en el mismo período del año anterior (ver Gráfico 10.b). De acuerdo a una encuesta realizada el 9 de junio por Bloomberg, el 62% de 53 estrategias e inversionistas recomendaron comprar dólares en vez de euros, y el 40% de ellos recomendó comprar dólares a yenes; esto mostró la fortaleza que ha ido adquiriendo la moneda.

**Gráfico No.10**  
**Cotizaciones Dólar vs Euro y Yen**

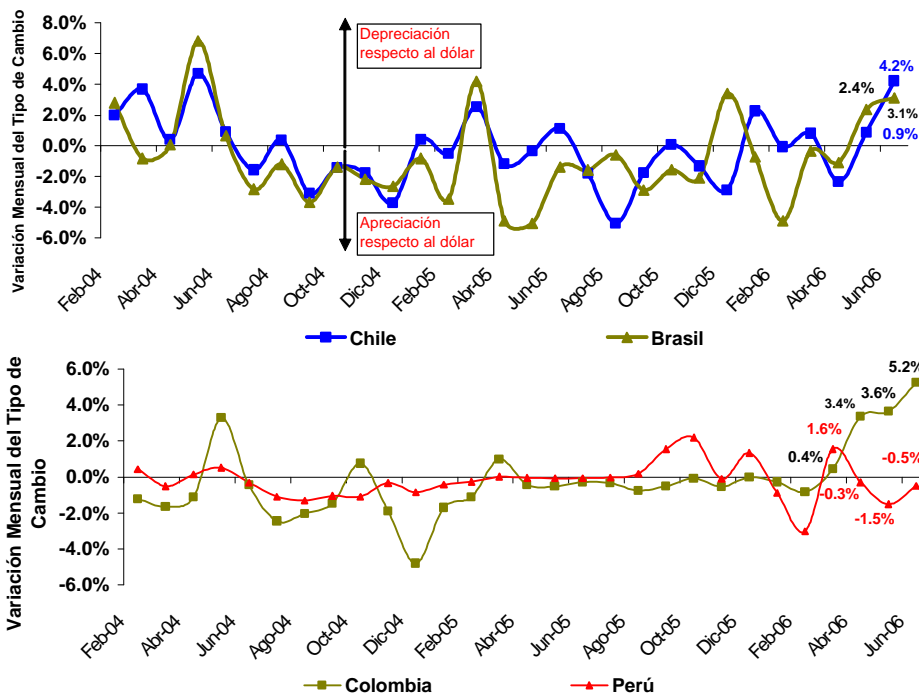


La caída de las bolsas de valores de varios países latinoamericanos y la mayor aversión al riesgo por parte de los inversionistas en relación a las economías emergentes, son factores que habrían contribuido a la depreciación de varias monedas latinoamericanas en relación al dólar, durante el mes de mayo y junio. En relación a las monedas de América Latina, durante el mes de junio<sup>21</sup>, el dólar continuó apreciándose de manera importante respecto a las monedas de varios países latinoamericanos. Respecto al peso chileno el dólar se apreció en 4.2%, al pasar de una cotización de 521 pesos a 543 pesos por dólar, mientras que respecto al real de Brasil la apreciación fue de 3.1%. Con relación al peso colombiano la apreciación fue significativa por cuarto mes consecutivo (5.2%). En el caso de Perú, el dólar volvió a depreciarse, pero esta vez apenas en 0.5%.

<sup>21</sup> Para esta análisis se utiliza el promedio de las cotizaciones diarias de cada moneda respecto al dólar.

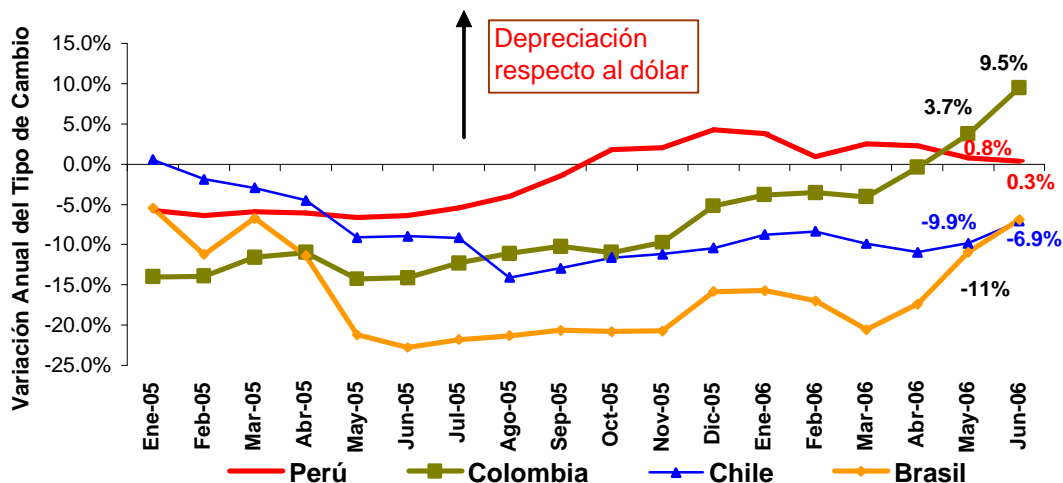


**Gráfico No.11**  
**Variación Mensual de los Tipos de Cambios Respecto al Dólar**



En cuanto a la variación anual de las cotizaciones, el ritmo de depreciación del dólar se redujo respecto a las monedas de Brasil y Chile, mientras que el caso de Colombia, el peso registró una depreciación anual de 9.5%.

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



### III. MERCADOS DE COMMODITIES Y PRECIOS DE LAS IMPORTACIONES DESDE E.E.U.U

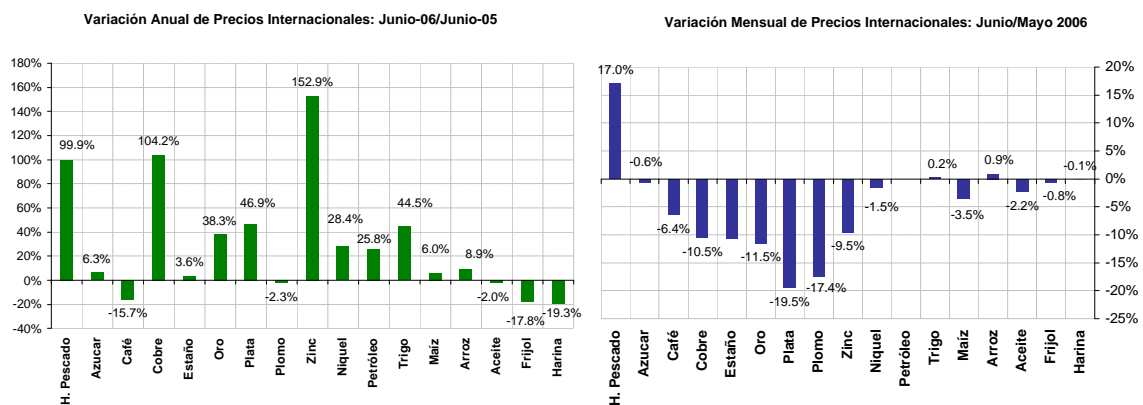
#### 3.1 Mercado de Commodities

A diferencia de los observado en meses anteriores, en junio el precio internacional de varios commodities, en especial metales y minerales, registró una variación negativa respecto al valor registrado el mes anterior. Así, el precio promedio de la plata alcanzó una variación mensual negativa de 19.5%, luego del incremento de 5.9% registrado en mayo. Por su parte, el cobre, el estaño, el oro, el zinc y el plomo también registraron un precio promedio menor al observado en mayo. En el caso del oro la caída de precios se explica por la mayor fortaleza del dólar en los mercados financieros, dadas las expectativas de mayores ajustes de la tasa de la FED. En general, las expectativas de mayores tasas internacionales incidieron negativamente en la demanda de los metales y minerales, situación que explica la caída de precios observada durante el mes de junio.

Para entender el comportamiento del precio del oro se debe retroceder hasta mediados de mayo del 2006, fecha en las que el oro comenzó a presentar una caída sostenida en su precio en un entorno de sustitución de sectores de inversión por parte de los agentes económicos. Por un lado, las percepciones y los anuncios de incrementos de tasas de las autoridades monetarias de los G7 aumentaban las perspectivas de mayores rentabilidades en activos denominados en divisas. Complementariamente, las tasas para préstamos en oro mantienen sus niveles marginales e incluso negativos en el mercado monetario. Es decir, considerando únicamente tasas de rentabilidad, aumentaba la presión por la transferencia de activos desde el sector de oro a mercados de renta fija o variable denominados en divisas. Luego del incremento de tasas por parte del ECB, las expectativas de depreciación del USD frente al EUR crecieron. Tradicionalmente, la relación entre el precio del USD y el oro es inversa, y es justamente esta relación la que explica la ganancia en el precio del oro a partir de esa fecha.

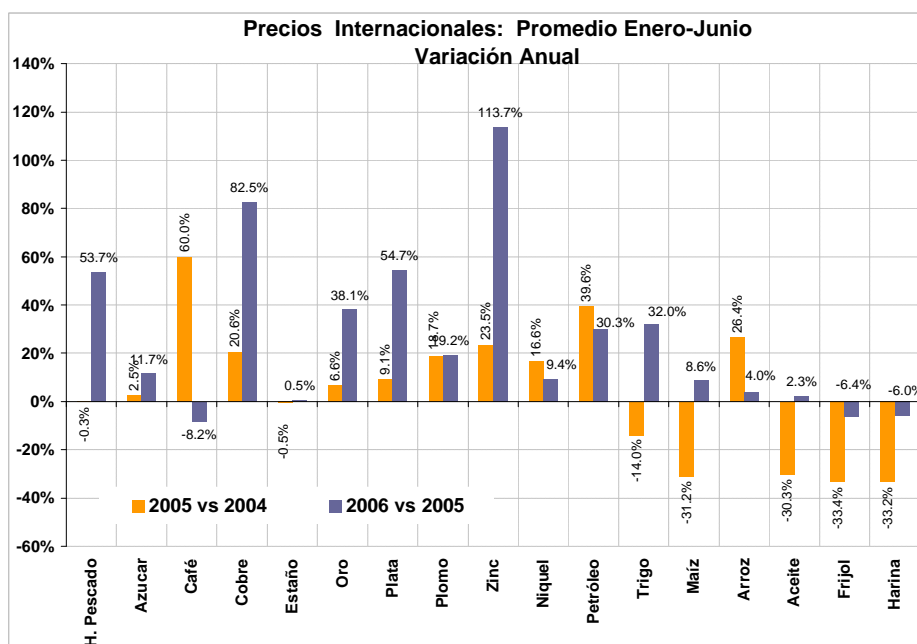
Por su parte, en términos anuales los precios de la mayor parte de commodities analizados alcanzaron incrementos significativos, especialmente en el caso del zinc, el cobre, la harina de pescado, la plata y el trigo (Ver gráfico 13.a). Vale destacar que el referido incremento en los precios de estos commodities tiene una alta incidencia en los costos de producción de varias industrias manufactureras, así como en el sector de la construcción.

Gráfico No.13  
Precios Internacionales de Commodities



Si se compara el precio promedio de los commodities registrado durante el primer semestre de 2006, con el correspondiente al mismo período de 2005, se observa que no solo en el caso de los metales y minerales se registró un repunte importante de precios durante el año 2006, sino que en el caso de otros productos como la harina de pescado, el trigo y el maíz, las variaciones de precios también fueron muy significativas (Ver gráfico No.15). En el caso del trigo, el precio se habría incrementado en 32% en el periodo de referencia, lo cual, por ejemplo, afecta los costos de producción de la industria de molinería; el maíz, cuyo precio se incrementó en aproximadamente 8.6%, habría elevado los costos de producción de las industrias de “Producción, procesamiento y conservación de productos cárnicos” y “Elaboración de alimentos preparados para animales”.

Gráfico No.14  
Precios Internacionales de Commodities



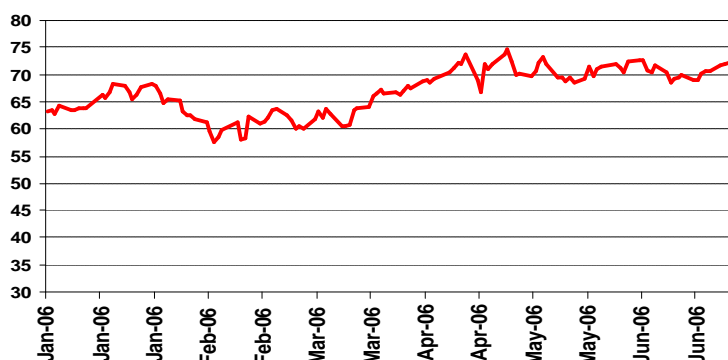
Entre el 1 y 30 de junio de 2006 el petróleo WTI pasó de USD 70.34 a USD 73.93 el barril. Asimismo, el petróleo ecuatoriano, Oriente, paso de USD 60.73 a USD 63.78, respectivamente. En términos promedio, el precio del WTI se mantuvo sin variación respecto a mayo.

En lo que respecta a hechos relevantes, el 1ro de junio, la OPEC decidió mantener sus cuotas de producción en 28 millones de barriles diarios, según informaron los ministros de energía de Libia y Qatar. Los miembros de la organización fijaron el precio del petróleo arriba de \$70 dólares por barril debido a su preocupación frente a los problemas de distribución del producto en Irán y Nigeria; lo que podría impulsar a establecer precios más altos.

Respecto a otro factor relevante en la determinación de precios del petróleo, que es la capacidad de reserva, el 17 de junio se anunció que se la duplicará hasta el 2010 hasta 3 millones de barriles. La capacidad de reserva de los países miembros de la OPEC sirve para amortiguar las deficiencias derivadas en la producción por razones de fenómenos naturales, conflictos militares y/o problemas políticos.

Las perspectivas de consumo a nivel global, liderado por EEUU, el entorno geopolítico y la capacidad de reserva de petróleo anticipan un mantenimiento o incremento del precio del petróleo en el corto plazo. El mercado de futuros registra un precio de USD 73.93 por barril para los contratos del mes de agosto .

Gráfico No.15  
Precios Internacionales del WTI



De acuerdo al mercado de futuros<sup>22</sup>, en diciembre de este año el precio del WTI alcanzaría los USD 72.57 por barril.

Cuadro No.3  
Mercado de Futuros del Petróleo

Contract Table

WTI CRUDE FUTURE

Exchange Web Page Pricing Date: 7/11/06 Delayed monitoring enabled

Intercontinental Exchange Delayed prices

Grey date = options trading

Contract	Last	Change	Time	Bid	Ask	OpenInt	TotVol	Open
1EN06 Aug06	74.30d	+69	9:32	74.29	74.30	72407	22715	73.41
2EN06 Sep06	75.44d	+73	9:32	75.42	75.44	46040	12382	74.51
3EN06 Oct06	76.03d	+63	9:30	76.07	76.11	16240	5043	75.18
4EN06 Nov06	76.66d	+77	9:24	76.49		6441	462	76.07
5EN06 Dec06	76.82d	+53	9:29	76.90	76.97	29767	1737	76.33
6EN07 Jan07	76.46d	-11	6:15	77.12		2979	30	76.46
7EN07 Feb07					80.00	1961	0	
8EN07 Mar07	77.39d	+53	9:08			1494	5	77.39
9EN07 Apr07					80.00	815	0	
10EN07 May07					80.00	475	0	
11EN07 Jun07	77.41d	+55	9:01	77.32		9728	301	76.89
12EN07 Jul07					80.00	85	0	
13EN07 Aug07						0	0	
14EN07 Sep07						0	0	
15EN07 Oct07						0	0	
16EN07 Nov07						0	0	
17EN07 Dec07	76.94d	+65	9:22			23972	613	76.34

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410  
Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2006 Bloomberg L.P.  
6/15/06 11:01:06

Fuente: Bloomberg

### 3.2 Evolución de Precios de las importaciones desde E.E.U.U

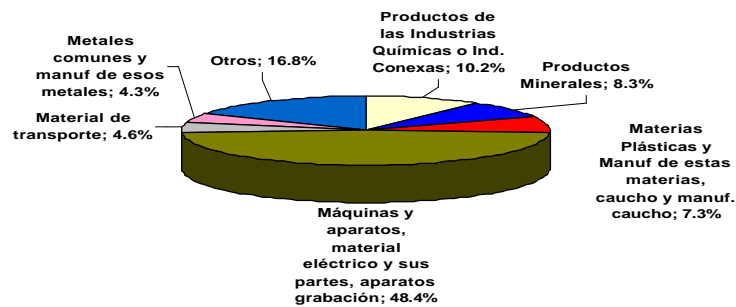
El Bureau of Labor Statistics de E.E.U.U publica mensualmente la evolución del índice de precios de las exportaciones estadounidenses por grupo de productos, información que permite realizar el seguimiento del crecimiento de los precios de aquellos rubros que el Ecuador importa desde ese país.

Cabe anotar que en el caso de las importaciones ecuatorianas realizadas desde E.E.U.U para el año 2005, la mayor parte corresponde a los rubros de maquinaria y equipo (48.4%), productos de las industrias químicas (10.2%), productos minerales (8.3%),

<sup>22</sup> Al 16 de junio de 2006.

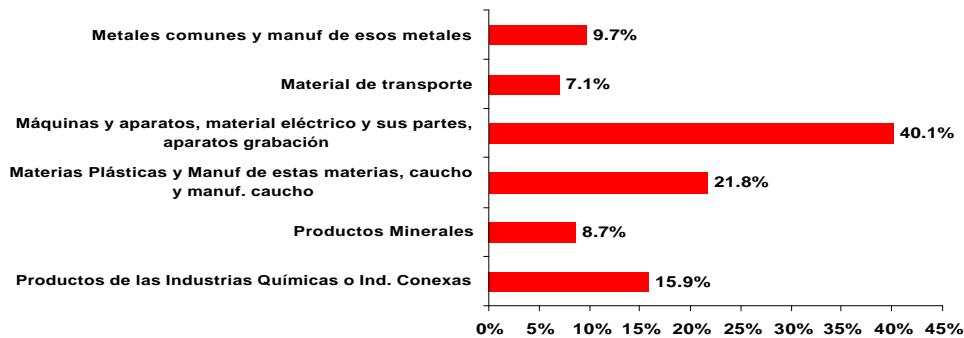
materiales plásticos, de caucho y sus manufacturas (7.3%), metales comunes y sus manufacturas (4.3%) y equipos de transporte (4.6%) (ver gráfico No.17).

Gráfico No.17  
Estructura de las Importaciones Ecuatorianas desde E.E.U.U: Año 2005

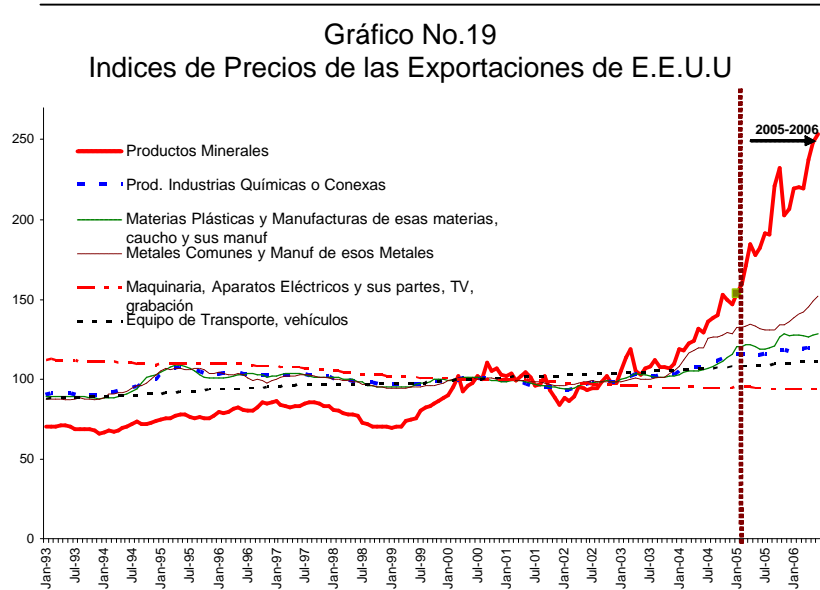


Adicionalmente, del total de importaciones de maquinaria y material eléctrico realizadas por el Ecuador desde el resto del mundo, el 40.1% proviene de la economía estadounidense. En el caso de los materiales plásticos, el 22% del valor total importado provino de E.E.U.U, en el 2005 (Ver gráfico 18).

Gráfico No.18  
Importaciones Ecuatorianas desde E.E.U.U/Total Importaciones Ecuatorianas por Rubros: Año 2005

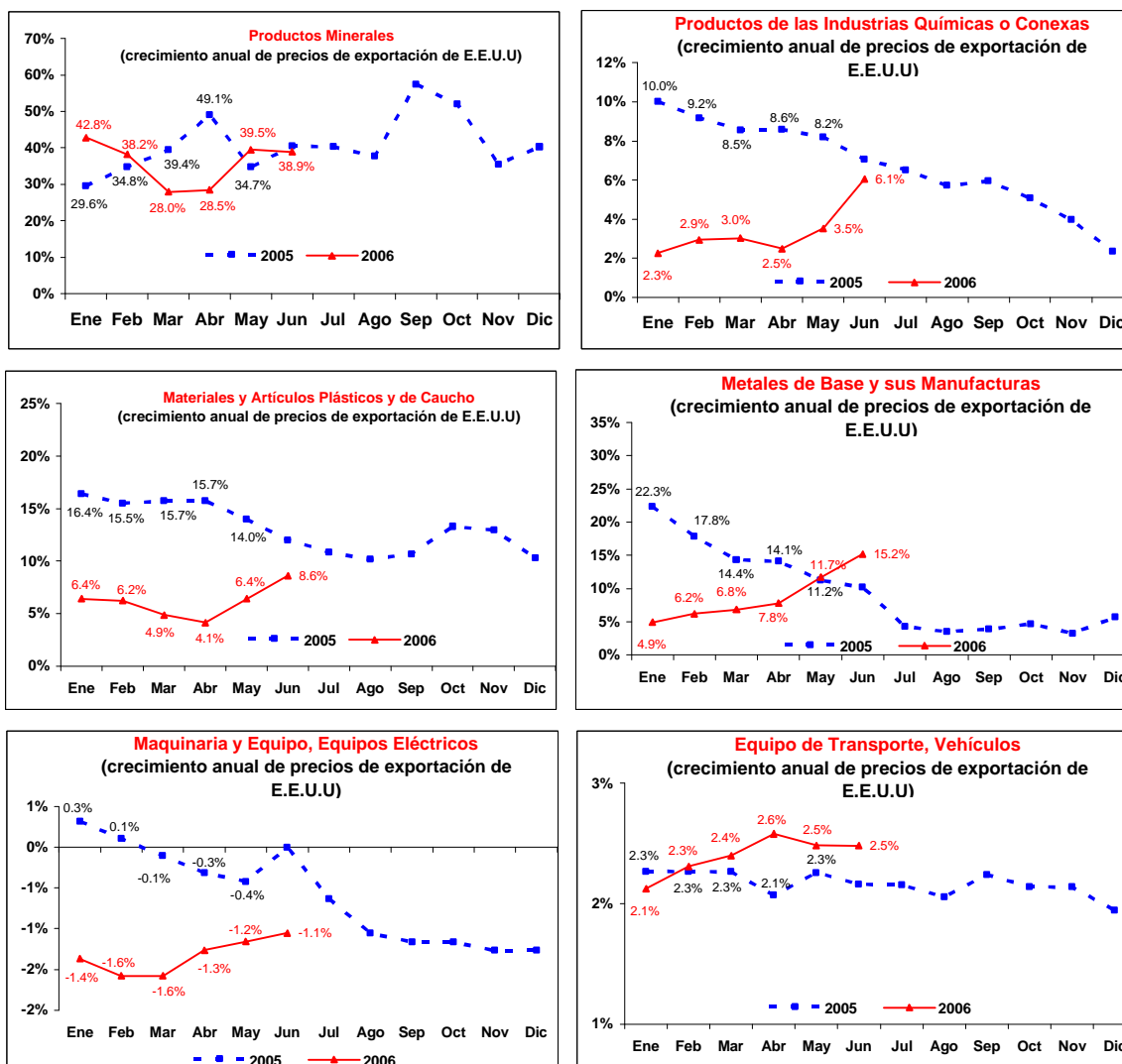


A lo largo del año 2005 y comienzos de 2006, los precios internacionales de algunos de los rubros señalados registraron un repunte importante, en especial los productos minerales, los metales comunes y sus manufacturas, y los materiales plásticos y de caucho. En contraste, los precios del rubro de maquinaria y equipo, el principal rubro que importa el país de los EEUU (el 40% de las importaciones totales de maquinaria y equipo que realiza el Ecuador provienen de E.E.U.U), han tendido a la baja, mientras los correspondientes a equipos de transporte no han registrado mayor variación. (Ver gráfico No. 19).



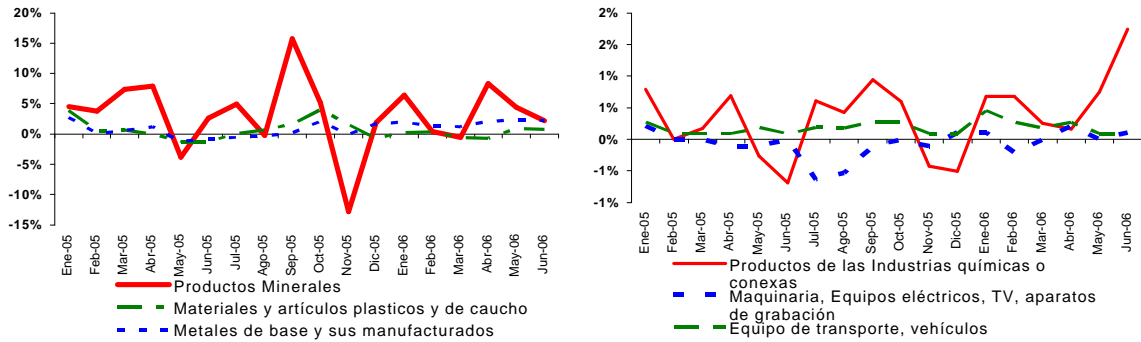
Al igual que en mayo, durante el mes de junio, se volvió a registrar un repunte en el crecimiento anual de los precios en prácticamente todos los rubros analizados, especialmente en los productos químicos, materiales de plástico y metales de base. (ver gráfico 20). El rubro de maquinaria y equipo volvió a registrar una variación anual negativa en el índice de precios.

Gráfico No.20  
 Crecimiento Anual de los Precios de Exportación de E.E.U.U



En cuanto a la variación mensual de precios, durante el mes de junio se observó al igual que en mayo un fuerte repunte del precio de los productos de industrias químicas y un menor crecimiento del precio de los productos minerales. En el resto de rubros analizados, el crecimiento mensual de precios fue similar al observado en mayo, lo que haría prever para junio un valor importado de tales productos, similar al observado en mayo.

Gráfico No.21  
 Crecimiento Mensual de los Precios de Exportación de E.E.U.U



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

ANEXOS

Proyecciones Económicas Internacionales  
PROYECCIONES ECONOMICAS INTERNACIONALES

Crecimiento Económico Estados Unidos

	I-2006	II-2006	III-2006	IV-2006	2006
	(crecimiento trimestral anualizado)				(anual)
J.P Morgan (19/06/06)	5.3%	2.5%	3.0%	3.0%	3.4%
Wachovia (17/07/06)		3.1%	2.8%	2.8%	3.5%
Merril Lynch (marzo-06)		2.5%	2.0%	1.8%	2.9%
FMI (WEO, abril 06)					3.4%
HSBC (julio-06)					3.70%

Crecimiento Económico Area Euro

	I-2006	II-2006	III-2006	IV-2006	2006
	(crecimiento trimestral anualizado)				(anual)
J.P Morgan (19/06/06)	2.4%	3.0%	2.5%	3.0%	2.3%
FMI (WEO, abril 06)					2.0%
Wachovia (17/07/06)					2.20%
HSBC (julio-06)					2.20%

América Latina: Año 2006

	UBS (12/05-06)		Bancos Centrales	
	Crecimiento	Inflación Fin período	Crecimiento	Inflación Fin período
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%-6%	2.7%
Colombia	4%	5.1%	4.5%	4.5%
Ecuador*	2.3%	3.5%	3.8%	2.7% - 3.1%
Perú	5.0%	2.5%	5%-5.5%	2.5%
México	3.9%	3.3%		

	CEPAL (abril-06)		FMI (WEO- Abril 2006)	
	Crecimiento 2006	Inflación Promedio	Crecimiento 2006	Inflación Promedio
América Latina				
Argentina	7.5%	12.7%	7.3%	12.9%
Brasil	3.5%	5.4%	3.5%	4.9%
Chile	5.7%	3.0%	5.5%	3.8%
Colombia	5%	4.1%	4.5%	4.7%
Ecuador	3.0%	3.8%	3.0%	3.4%
Perú	5.6%	2.8%	5.0%	2.7%
México	3.5%	3.7%	3.5%	3.5%

	Banco Mundial (abril 2006)	
	Crecimiento 2006	Inflación fin período
América Latina		
Argentina	7.5%	12.2%
Brasil	3.5%	4.6%
Chile	5.7%	3.2%
Colombia	4%	4.4%
Ecuador	3.1%	4.2%
Perú	5.0%	2.7%
México	3.8%	3.5%

Tasas de Interés y Rendimiento Bonos

	III-2006	IV-2006	IV-2007
	(Fin de Período)		
J.P Morgan (19/06/06)			
Fed Funds	5.50%	5.75%	6.00%
Area Euro Tasa Objetivo	3.00%	3.25%	3.75%
SELIC (Brasil)	14.50%	14.25%	12.75%
Chile (tasa descuento)	5.50%	5.75%	5.75%
USA 2 años T-Note	5.40%	5.55%	
USA 10 años T-Note	5.45%	5.60%	
Euro 2 años bonos	3.45%	3.55%	
Euro 10 año bonos	3.80%	3.80%	
Wachovia (17/07/06)			
Fed Funds	5.25%	5.25%	5.25%
LIBOR (3 meses)	5.25%	5.30%	5.35%
USA 2 años T-Note	5.25%	5.30%	5.45%
USA 5 años T-Note	5.25%	5.30%	5.50%
USA 10 años-T Notes	5.25%	5.30%	5.50%
USA 30 años- T Bond	5.30%	5.40%	5.60%

	UBS (26/06/2006)		
Fed Funds	5.25%	5.25%	
USA 2 años T-Note	4.50%	4.20%	
USA 10 años T-Note	4.60%	4.40%	

	HSBC (julio-06)		
Fed Funds	5.50%	5.50%	

	Tipos de Cambio		
	Sep-06	Dec-06	Jun-07
US\$/Euro			
J.P Morgan (19/06/06)	1.33	1.36	1.35
HSBC (mayo-06)	1.28	1.30	
Merril Lynch (marzo-06)	1.34	1.29	1.26
Wachovia (17/07/06)	1.3	1.32	1.35
Brazil Real/US\$			
Merril Lynch (marzo-06)	2.65	2.6	2.55
HSBC (mayo-06)	2.15	2.15	
Wachovia (17/07/06)	2.3	2.35	2.45
Japón Yen/US\$			
J.P Morgan (19/06/06)	108	106	100
HSBC (mayo-06)	113	108	
Wachovia (17/07/06)	110	105	96
Peso Mexicano/US\$			
HSBC (mayo-06)	10.76	10.81	
Wachovia (17/07/06)	11	10.9	10.6

\* El dato de inflación del Ecuador fue revisado el 22 de junio de 2006