

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

**Boletín Mensual  
del Entorno Económico Internacional**

**Dirección General de Estudios  
Dirección General Bancaria**

**Diciembre 2006**

## Índice

Resumen Ejecutivo

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

Estados Unidos (EE.UU.)

*Crecimiento Económico*

*Inflación*

*Sector Externo*

*Política Monetaria*

Área Euro

América Latina y el Caribe

*Inflación*

*Política Monetaria*

### **II. INFLACIÓN INTERNACIONAL, MERCADOS DE COMMODITIES Y PRECIOS DE LAS IMPORTACIONES DESDE EE.UU.**

Inflación Internacional

Mercados de commodities

Evolución de Precios de las exportaciones de EE.UU.

### **III. MERCADOS FINANCIEROS**

Mercado de renta fija

Mercado de divisas

## RESUMEN EJECUTIVO

- ◆ De acuerdo a cifras de *Avance* proporcionada por el *Bureau of Economic Analysis* (BEA) el crecimiento económico de Estados Unidos para el último trimestre de 2006 sería de 3.5%. Ésta cifra es superior a las proyecciones hechas por JP Morgan y Wachovia (2.0% y 2.5% respectivamente), y se sustenta en un crecimiento del gasto de consumo de los hogares, del consumo del gobierno, de un incremento en las exportaciones, de una mayor inversión en estructuras y de una reducción en las importaciones. Cabe señalar que a pesar de ser considerado un sector dinamizador de la economía, el mercado inmobiliario de Estados Unidos presenta una significativa contracción por quinto trimestre consecutivo.
- ◆ En términos mensuales, la inflación a noviembre de los EE.UU. muestra por tercer mes consecutivo una evolución estable (0%) en el nivel general de sus precios, mientras que en términos anuales el índice general de precios registró una variación de 2%.
- ◆ El Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal de los EE.UU. (FOMC), dejó sin cambios a la tasa objetivo referencial de los préstamos interbancarios y a la tasa de descuento; manteniéndolas en 5.25% y 6.25%, respectivamente.
- ◆ Durante el mes de noviembre el Banco Central Europeo decidió mantener la tasa referencial en 3.25%. Se considera que el Banco Central Europeo se verá obligado a subir las tasas de interés para frenar un posible recalentamiento de la economía europea.
- ◆ En el mes de noviembre el ritmo de crecimiento de los precios internacionales cambió la tendencia decreciente que venía mostrando durante los últimos meses. La inflación internacional *mensual* se ubicó en 0.2% (frente a -0.04% en octubre), tasa que se explica por los bajos niveles de precios registrados en América Latina (Perú y Chile especialmente), EE.UU. y la Comunidad Europea. La inflación de bienes transables de Ecuador durante éste mes fue de 0.29%, valor que se encuentra ligeramente por encima de la inflación internacional; sin embargo, en *términos anuales*, al igual que en los últimos 7 meses, la inflación de bienes transables del Ecuador (2.98%) se mantuvo por debajo de la inflación internacional (3.98%).
- ◆ Durante el mes de noviembre, la mayor parte de *metales* registraron incrementos de precios, en su orden, zinc (14.63%), plata (11.78%), oro (7.08%), y plomo (6.10%) los más importantes. De su parte, el cobre y el níquel mostraron una variación negativa en su cotización en (6.28%) y (1.80%), respectivamente. En lo que respecta a *commodities alimenticios*, se registraron los incrementos de precios más significativos en maíz (21.4%), fréjol (13.48%), aceite (11.6%) y café (11.4%). Vale destacar de otro lado la deflación experimentada por el azúcar (-2.3%).

Por su lado, el petróleo que venía mostrando una reducción mensual en el precio, durante noviembre se incrementa ligeramente (0.48%). El incremento en la cotización del precio del petróleo obedeció entre otros factores a la expectativa de nuevos recortes de cuotas de producción por parte de la OPEP en su próxima reunión y la advertencia de posibles ataques de grupos rebeldes en las instalaciones petrolíferas de Nigeria (el

mayor productor de petróleo de África). Asimismo, podría haber sido impulsado por la caída en los inventarios de destilados, una categoría que incluye el heating oil y el diesel, en 2,68 millones de barriles a 138,6 millones de barriles diarios.

En términos *anuales* casi todos los commodities (a excepción de la azúcar que presenta una deflación de 9%) han experimentado incrementos muy significativos en su cotización. Los rubros que registran mayor inflación en general corresponden a los metales: zinc 172%, níquel 165.1%, plata 65.12%, cobre 64.64%, estaño 63.62%, plomo 59.52%. En commodities que corresponden a productos alimenticios, el maíz, el trigo y el aceite experimentaron la mayor variación anual (95.60%, 33.55% y 22.84% respectivamente).

- ◆ En cuanto a la *variación mensual de precios de las exportaciones de Estados Unidos*<sup>1</sup>; durante el mes de noviembre el rubro *Productos minerales* registró una variación positiva de 7.8%, revirtiendo la deflación observada en los dos meses anteriores. Cabe destacar que este es el rubro de mayor participación en las importaciones que realiza Ecuador desde los Estados Unidos (34.54% en el periodo enero-noviembre de 2006).

De su parte, los rubros *Materiales y artículos plásticos y de caucho*, y *Productos de las Industrias Químicas y Conexas* registraron deflaciones durante el mes de noviembre (-1.5% y -0.9% respectivamente). Finalmente, el segundo rubro en importancia en las importaciones que realiza el Ecuador desde Estados Unidos (*Maquinaria, Aparatos Eléctricos y sus partes*, con un 32.4% de participación en el total), muestra una estabilidad en los precios, al igual que el rubro de *Equipo de transporte (vehículos)*.

- ◆ En el ámbito cambiario, durante el mes de noviembre el dólar registró una depreciación respecto al peso chileno, peso colombiano y sol peruano de: 0.5%, 2.9% y 0.5% respectivamente. Así mismo la cotización promedio del dólar respecto al euro registró una depreciación mensual de 2.14%. En contraste, durante el mismo periodo, el dólar se apreció ligeramente (0.4%) con respecto al real brasileño.

---

<sup>1</sup> La clasificación de los rubros correspondientes a las Exportaciones de los EE.UU., tiene como fuente al Bureau of Labor Statistics; razón por la cual se encuentran diferencias en los nombres de los rubros frente a los utilizados por el Banco Central del Ecuador, de acuerdo a la clasificación de la base de datos de comercio exterior. Por ello la nomenclatura de los gráficos No. 11 y 12 es diferente a la de los gráficos No. 13, 14 y 15.

## I. ANALISIS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL

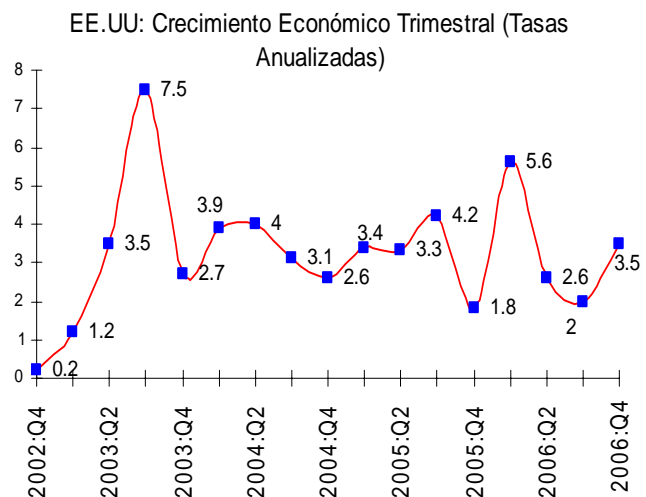
### Estados Unidos

#### *Crecimiento Económico*

De acuerdo a las cifras del *avance*<sup>2</sup> de las cuentas nacionales estadounidenses, en el cuarto trimestre de 2006 el crecimiento económico de EE.UU. habría sido de 3.5%.

Ésta cifra corresponde a un crecimiento económico superior al proyectado por J.P Morgan Chase Bank y Wachovia (2% y 2.5% respectivamente).

Gráfico 1



Este resultado se explica principalmente por un incremento en el gasto de consumo privado, el gasto del gobierno, las exportaciones, la inversión en infraestructura y una reducción en las importaciones.

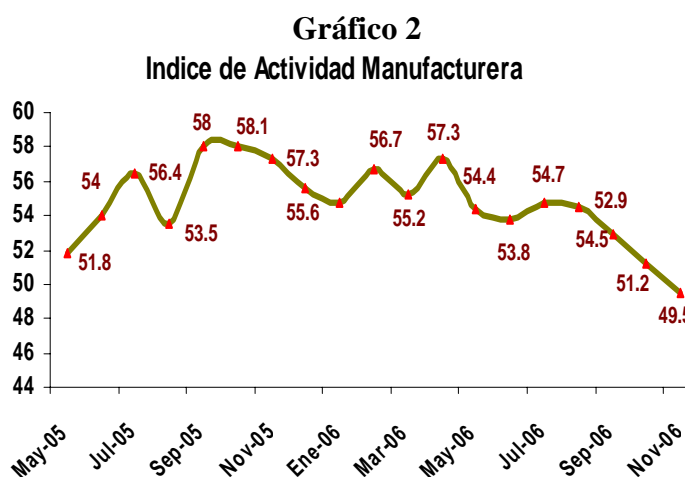
El crecimiento del consumo privado pasó de 2.8% en el tercer trimestre a 4.4% en el cuarto, siendo el destinado a bienes duraderos y no duraderos los rubros que mostraron el mayor crecimiento (6% y 6,9% respectivamente con respecto al tercer trimestre). El incremento del gasto del gobierno e inversión bruta pasó de 1.7% en el tercer trimestre a 3.7% en el cuarto, siendo el gasto federal el que presenta el mayor incremento, y dentro de éste; el rubro que presentó mayor crecimiento es el gasto en defensa con 11.9% de incremento en el último trimestre. Las exportaciones de bienes y servicios alcanzaron un crecimiento de 10%, significativamente mayor al 6.8% registrado en el tercer trimestre; aunque no ha logrado alcanzar la tasa del 14% observado en el primer trimestre. Éste crecimiento se sustenta principalmente en el crecimiento de los rubros de bienes y servicios con un 8.8% y 13% respectivamente. Adicionalmente las importaciones se redujeron un 3.2% con respecto al tercer trimestre, en especial las importaciones de bienes que cayeron en un 5% en el último trimestre de 2006.

Los rubros que mostraron una variación negativa durante el último trimestre de 2006 fueron la inversión privada doméstica, que disminuyó un 11% con respecto al tercer trimestre; siendo la inversión residencial la de mayor preocupación pues cae en 19.2%. También disminuyeron la inversión fija (7.3%), en equipo y software (1.8%) y la no residencial (0.4%).

<sup>2</sup> Cabe recordar que el BEA (*Bureau of Economic Analysis*) de Estados Unidos realiza tres publicaciones de las cuentas nacionales; el denominado *avance*, las cifras preliminares y las definitivas.

El Índice de Confianza del Consumidor<sup>3</sup> calculado por el *Conference Board*<sup>4</sup>, registró por segundo mes consecutivo en lo que va del cuarto trimestre, una reducción; pasando así de 105.1 en octubre a 102.9 en noviembre (1985=100). De acuerdo al Director del “*Conference Board Consumer Research Center*” Lynn Franco, esta evolución es el resultado de una combinación de condiciones menos favorables en el mercado laboral; hechos que han afectado la confianza de los consumidores. Efectivamente el porcentaje de consumidores que consideran conseguir un trabajo se ha incrementado a un 22.4 % (ésta percepción en octubre era de 21.8%).

El Índice de la Actividad Manufacturera publicado por el *Institute for Supply Management* (ISM) indica que en noviembre éste sector mostró una contracción<sup>5</sup>; siendo el primer mes de lo que va en el año 2006 que éste sector decrece, a pesar de que la economía en su conjunto si habría experimentado una expansión<sup>6</sup> (ver gráfico 2).



Fuente: *Institute for Supply Management*

Esta ligera contracción en el sector manufacturero, es el resultado de una reducción en el índice de producción (en octubre el índice fue de 51.9 frente a 48.5 noviembre), una reducción en el índice de empleo, un aumento en los niveles de precios de éste sector y un aumento en el índice de inventarios.

En el ámbito laboral, en el mes de noviembre, la tasa de desempleo fue de (4.5%); ligeramente superior a la observada en octubre (4.4%) y corresponde a un cambio en la tendencia decreciente en éste indicador que se venía observando a partir de agosto.

### **Inflación**

En noviembre de 2006, la economía estadounidense, muestra por tercer mes consecutivo una evolución estable en el nivel general de sus precios; en éste mes se puede observar que los precios no mostraron variación alguna 0% (con ajuste estacional). Esta estabilidad en el nivel de precios es el resultado de una deflación en la mayoría de rubros: alimentos y

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

<sup>6</sup> Cabe señalar que un valor por encima de 42 en el Índice de Actividad Manufacturera implica una expansión de la economía en su conjunto.

bebidas (0.1%), transporte (0.9%), educación y comunicación (0.2%) y energía (0.2%); mientras que otros rubros como vivienda y asistencia médica mostraron un crecimiento en sus precios (0.4% y 0.2% respectivamente) (ver Cuadro 1).

**Cuadro 1**  
**EE.UU.: Inflación**

	Inflación Mensual (con ajuste estacional)									Inflación Anual								
	Mar-06	Abr-06	May-06	Jun-06	Jul-06	Ago-06	Sep-06	Oct-06	Nov-06	Mar-06	Abr-06	May-06	Jun-06	Jul-06	Ago-06	Sep-06	Oct-06	Nov-06
<b>Todos los items</b>	0.4	0.6	0.4	0.2	0.4	0.2	-0.5	-0.5	0	<b>3.4</b>	<b>3.5</b>	<b>4.2</b>	<b>4.3</b>	<b>4.1</b>	<b>3.8</b>	<b>2.1</b>	<b>1.3</b>	<b>2</b>
Alimentos y Bebidas	0.1	0	0.2	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	-0.1	2.6	1.8	1.9	2.2	2.2	2.5	2.6	2.6	2.3
Vivienda	0.2	0.1	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3	0	0.4	3.7	3.8	4	4.2	4.1	4.2	4.1	3	3
Transporte	0.9	2.4	1.5	-0.2	1.6	2	-4.1	-3.1	-0.9	5.1	6.3	9	9	8.4	6.1	-3.2	-5	-1
Asistencia Médica	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3	0.2	4.1	4.1	4.2	4.1	4	4.3	4.2	4	3.7
Recreación	0.4	0.3	0.2	0.1	0.3	-0.1	0	0	0.1	1.5	1.7	1.6	1.9	2	1.8	1.3	1.2	1.3
Educación, Comunicación	0.2	0.3	0	0.3	0.3	0.3	0.1	0.2	-0.2	2.6	2.6	2.7	2.7	3	3.3	2.7	3	2.4
Otros bienes y servicios	0.2	0	0.1	0.6	-0.2	0.3	0.5	0.3	0.1	2.8	2.7	2.5	2.9	2.3	2.3	2.6	2.9	2.6
Energía	1.3	3.9	2.4	-0.9	2.9	0.3	-7.2	-7	-0.2	17.3	17.8	23.6	23.3	20.5	15.1	-4.3	-11.3	-3.8
Alimentos	0.1	0	0.1	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3	-0.1	2.6	1.8	1.9	2.2	2.2	2.4	2.5	2.6	2.3
<b>Índice excluido Alimentos y energía</b>	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0	2.1	2.3	2.4	2.6	2.7	2.8	0.5	2.7	2.6

Fuente: *Bureau of Labor Statistics.*

Por su parte, la inflación subyacente (excluye alimentos y energía) tampoco mostró variación alguna; cabe resaltar que es el primer mes en lo que va del año 2006 en el que no se registró una variación positiva de los precios.

Sin embargo en términos anuales, en noviembre el índice general de precios registró una variación de 2%, porcentaje similar al observado en noviembre de 2005. La inflación subyacente (excluye alimentos y energía) alcanzó una variación anual de 2.6%, porcentaje ligeramente menor a meses anteriores (igual porcentaje a noviembre 2005). Por su parte, la inflación anual de los rubros de energía y transporte mostró por tercer mes consecutivo deflación de 1% y de 3.8% respectivamente.

## *Sector Externo*

### *Balanza de Bienes y Servicios*

En noviembre el total de exportaciones de bienes se incrementó 1.09 mil millones de dólares con respecto a octubre, mientras que las importaciones se incrementaron en 0.53 mil millones de dólares con respecto al mismo período. En términos nominales las exportaciones e importaciones de bienes crecieron en 13.09% y 11.09% respectivamente. El mayor incremento en términos reales de las exportaciones e importaciones corresponde al rubro de Bienes de Capital, con un incremento de 14.11% y 12.06% respectivamente.

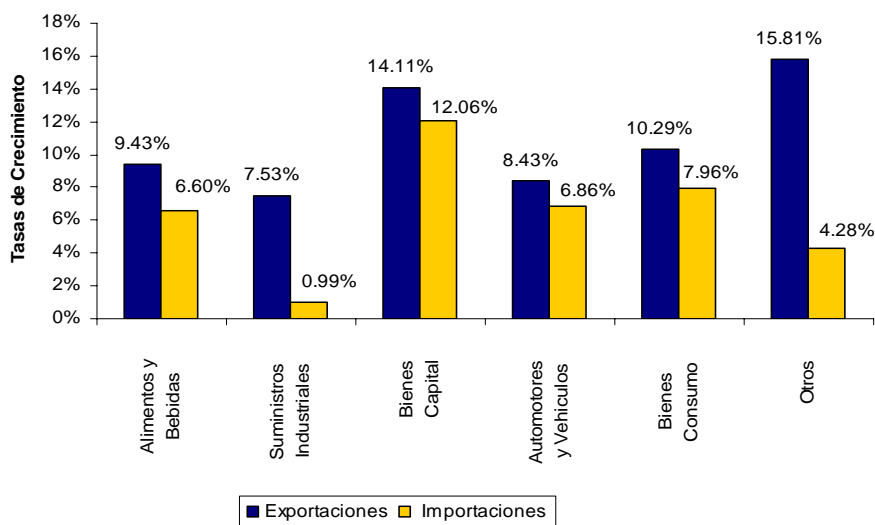
De acuerdo a la información proporcionada por el Bureau of Economic Analysis, a través del Departamento de Comercio, el déficit en la balanza de bienes y servicios en el mes de

noviembre fue de 58.24 mil millones de dólares; 0.57 mil millones de dólares menos que en octubre.

Durante los primeros once meses del año, la balanza de bienes de la economía estadounidense, alcanzó un déficit de 766.90 mil millones de dólares, incrementándose en 7.63% respecto al déficit registrado en el mismo período del año anterior. En cambio la balanza de servicios durante, éste mismo período de análisis registró un superávit de 65.30 mil millones de dólares; incrementándose en 8.89%.

**Gráfico 3**

**EE.UU.: Crecimiento Anual de las Exportaciones e Importaciones Acumuladas a Noviembre de 2006**



Fuente: *Bureau of Economic Analysis*.

**Política Monetaria**

En la reunión del 25 de octubre de 2006, el Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal de los EE.UU. (FOMC), responsable de fijar la Política Monetaria en esa nación, decidió mantener sin cambios las tasas objetivo referenciales de los préstamos interbancarios y de la tasa de descuento, dejándolos en 5.25% y 6.25%, respectivamente.

**Área Euro**

En la reunión realizada el 2 de noviembre el *Government Council*, dejó sin cambios las tasas de interés referenciales. Sin embargo dado que la tasa de crecimiento del producto real del Área Euro, es cada vez más fuerte; es así que lleva un período de más de cinco años de expansión, se podría prever un incremento en las tasas de interés referencial para el último mes de 2006 hasta por un valor superior al 3.5%.

*Eurocurrency Research* (ecr) en su publicación del 20 de noviembre de 2006, señala que estiman “que el BCE subirá el interés a corto plazo una vez más en 0,25% durante este año para introducir una pausa de un trimestre de duración, para poder evaluar los efectos de los ajustes fiscales. Pensamos que posteriormente volverá a elevar los tipos”.

De acuerdo al Banco Central Europeo el ritmo de crecimiento de la inflación armonizada<sup>7</sup> en el mes de noviembre habría sido de 0.14%, lo que representa una ligera reducción en el nivel general de precios comparada con el mes de octubre (0.17%). La variación anual en el mes de noviembre se encuentra en 1.87%, porcentaje menor al registrado en noviembre del año 2005 (2.32%). Por otro lado, la inflación acumulada al mes de noviembre se ubicó en 1.61%. De acuerdo a las nuevas proyecciones del Banco Central Europeo, la inflación armonizada anual se situaría entre 2.3% y 2.5% en el 2006, y 1.9% y 2.9% en el 2007.

## América Latina y el Caribe

### *Inflación*

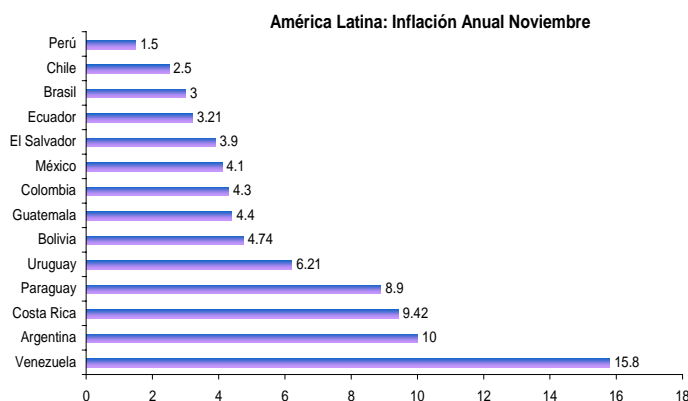
En noviembre de 2006, varios países latinoamericanos registraron una tasa de inflación mayor a la observada durante el mes anterior, sin embargo países como Perú y Chile mostraron deflación. En términos mensuales los mayores aumentos en el ritmo de crecimiento de los precios se registraron en: Venezuela, Argentina, Costa Rica, Paraguay, Uruguay, Colombia, Guatemala, Bolivia, El Salvador, México y Chile; mientras que en Paraguay, Brasil y Ecuador se registraron tasas de inflación menores a las del mes anterior. (Ver cuadro 2)

Venezuela, Argentina, Costa Rica y Paraguay continuaron presentando las mayores tasas de **inflación anual** en la región latinoamericana. Por su parte Perú, Chile, Brasil, Ecuador y El Salvador registraron las menores tasas de inflación anual (ver Gráfico 4).

**Cuadro 2:**

	Inflación Mensual Nov-06	Variación respecto a Octubre
Argentina	1.30	+
Costa Rica	1.01	+
Chile	-0.20	+
Venezuela	1.30	+
Uruguay	0.04	+
Perú	-0.28	-
Colombia	0.24	+
Guatemala	0.57	+
Paraguay	1.90	-
Bolivia	0.75	+
Brasil	0.31	-
Ecuador	0.17	-
El Salvador	0.60	+
México	0.52	+

**Gráfico 4:**



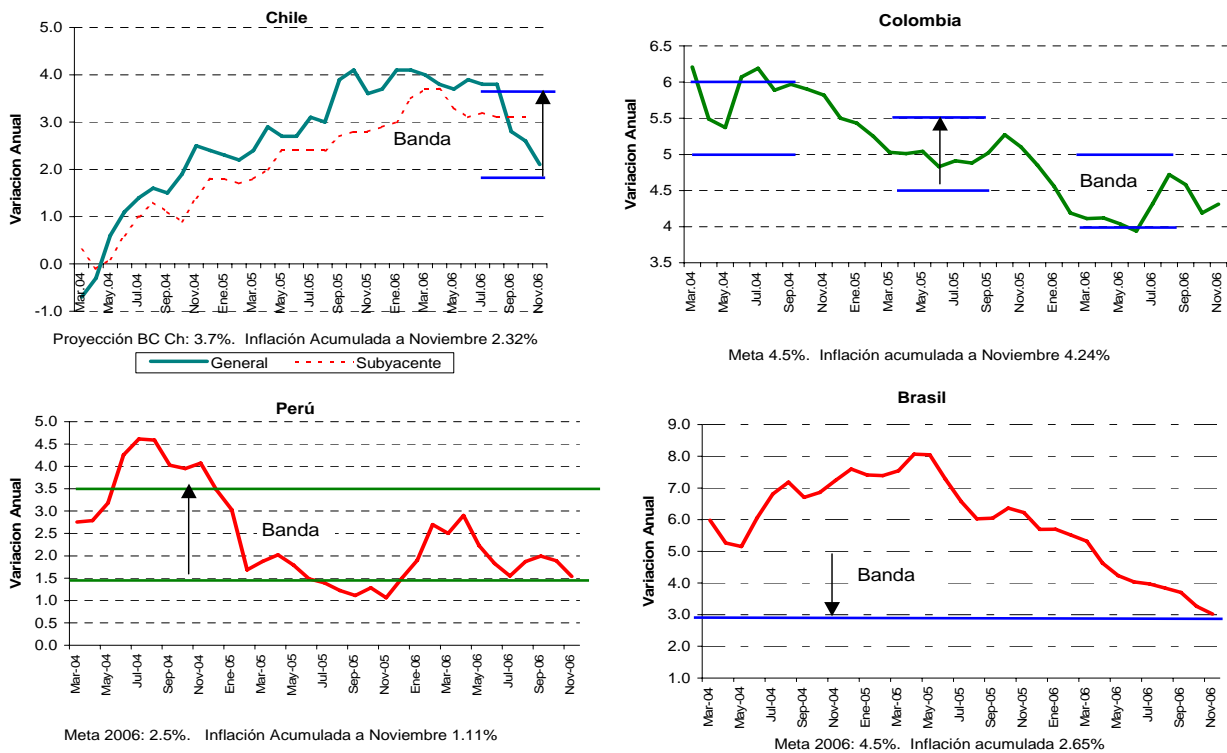
<sup>7</sup> Medido a través del Índice de Precios al Consumidor (IPC), se incluye todos los ítems a excepción de energía

En el caso Peruano, luego de que la inflación haya repuntado en el mes de agosto (0.14%); durante el mes de noviembre ésta se reduce considerablemente (-0.28%); logrando mantener ésta tendencia como una de las menores tasas de inflación en los países de la muestra (considerar que en el mes de octubre ésta se ubicó en el 0.04%). Éste cambio obedeció a una reducción en el ritmo de crecimiento de los precios de los rubros: alimentos y bebidas dentro del hogar (-0.74%), alquiler vivienda combustible y electricidad (-0.61%); mientras que alimentos y bebidas fuera del hogar (0.05%) y transportes y telecomunicaciones (0.03%) contribuyeron positivamente en el aumento de precios.

En Chile, durante el mes de noviembre se observa una deflación (-0.2%) por segundo mes consecutivo, sin embargo la inflación anual se ubicó en el (2.1%) situándose entre el rango meta de inflación definido por su Banco Central. Por su parte, la inflación acumulada a noviembre se ubica en el (2.32%), la misma que se encuentra por debajo de la proyección realizada por el Banco Central (3.7%)<sup>8</sup>. Las expectativas de inflación para los siguientes meses son estables, señalando que en el mediano y largo plazo continúan ancladas en torno a 3%<sup>9</sup>.

Gráfico 5

Metas de Inflación en América Latina: Marzo 2004-Noviembre 2006



Fuente: Banco Central de los respectivos países

<sup>8</sup> Cabe anotar que las proyecciones del Banco Central de Chile se han ido actualizando a lo largo del año. En enero se estimaba que la inflación general terminaría el 2006 en 2.7%, posteriormente se ajustó la proyección al alza a 3.4% y recientemente en septiembre la proyección fue revisada nuevamente al alza a 3.7%.

<sup>9</sup> En el gráfico No. 5 correspondiente a Chile, aparece la inflación subyacente; ésta excluye combustibles y perecibles y algunos servicios regulados.

En el caso de Colombia, la inflación anual en noviembre (4.31%) registró un significativo incremento, alejándose del límite inferior del rango meta de inflación definido por el Banco Central. Por su parte, la inflación acumulada (4.24%) continúa por debajo de la meta de 4.5% que se espera alcanzar a fines del año 2006.

En el caso de Perú, la variación anual de la inflación se reduce en el mes de noviembre, ubicándose en (1.54%); alejándose ligeramente del rango inferior de la banda establecida por el Banco Central. Por su parte, la inflación acumulada a noviembre (1.11%) volvió a situarse por debajo del piso del rango de inflación definido por el Banco Central (1.5%) y por debajo de la meta (2.5%).

En Brasil, durante el mes de noviembre, la inflación anual (3.02%) y acumulada de (2.65%) volvió a ubicarse, al igual que en meses anteriores por debajo de la meta de 4.5% establecida por el Gobierno.

### ***Política Monetaria***

El Comité de Política Monetaria del Banco Central de Colombia no realizó ninguna sesión durante el mes de noviembre, con el fin de modificar las tasas referenciales. Por lo tanto la tasa de interés referencial, continúa situada en 7.25%, desde el 27 de octubre.

En el caso de Chile, el consejo del Banco Central en su reunión mensual del mes de noviembre decidió mantener la tasa de interés de política monetaria<sup>10</sup> en 5.25%. En la sesión del Comité se señaló que el “entorno externo relevante para la economía chilena se mantiene favorable”. Las condiciones financieras internacionales siguen ventajosas, el precio del cobre continúa elevado y el del petróleo se encuentra en niveles menores a los proyectados en la última reunión de política monetaria. En el comunicado del 16 de noviembre se señala que: “La actividad sigue mostrando un dinamismo reducido, afectada en parte por fenómenos puntuales en la minería y la industria. Con todo, el empleo asalariado continúa aumentando, mientras el desempleo se reduce y el consumo sigue creciendo con relativa fuerza.”. Además se señala que podrían no ser necesarios aumentos sucesivos en la tasa referencial, ya que “las presiones de costos están bien contenidas (además hay una reducción en la inflación subyacente, por la reducción en los precios internacionales del petróleo) y que las distintas mediciones de expectativas de inflación continúan ancladas en torno a 3%”.

En la reunión del mes de noviembre, el Banco Central de **Perú** decidió mantener sin cambios la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario en 4.5%<sup>11</sup>, nivel que está vigente desde junio. El Banco Central continuará evaluando la información

---

<sup>10</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>11</sup> Banco Central de Perú, Nota Informativa del Programa Monetario, Noviembre de 2006

macroeconómica relevante para tomar las medidas necesarias que garanticen que la inflación se ubique dentro del rango meta, además que el dinamismo de la actividad económica previsto para el período 2006 - 2007 (entre 5,5 y 6,0 por ciento) es consistente con el cumplimiento de la meta de inflación (1,5 a 3,5 por ciento).

El BCRP (Banco Central de Reserva del Perú) considera los riesgos previstos en el último reporte de inflación, en el que señalan que un incremento en la demanda interna que no fuera acompañado de un incremento en la productividad generaría una presión inflacionaria y por ende a una variación en la política monetaria.

El 28 de noviembre, el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil decidió reducir la tasa SELIC overnight en 50 pb. ubicándola en 13.25%. El Banco Central de Brasil considera que la política monetaria ha cumplido con un doble objetivo; reducir las presiones inflacionarias a corto plazo y consolidar un ambiente macroeconómico a largo plazo. Consideran además que se han presentado factores que han elevado la volatilidad a pesar de un ambiente internacional favorable y que el comité se mantendrá atento para elaborar una estrategia que se adapte a éstas circunstancias.

## II. INFLACIÓN INTERNACIONAL, MERCADOS DE COMMODITIES Y PRECIOS DE LAS IMPORTACIONES DESDE EE.UU.

### 3.1 Inflación Internacional

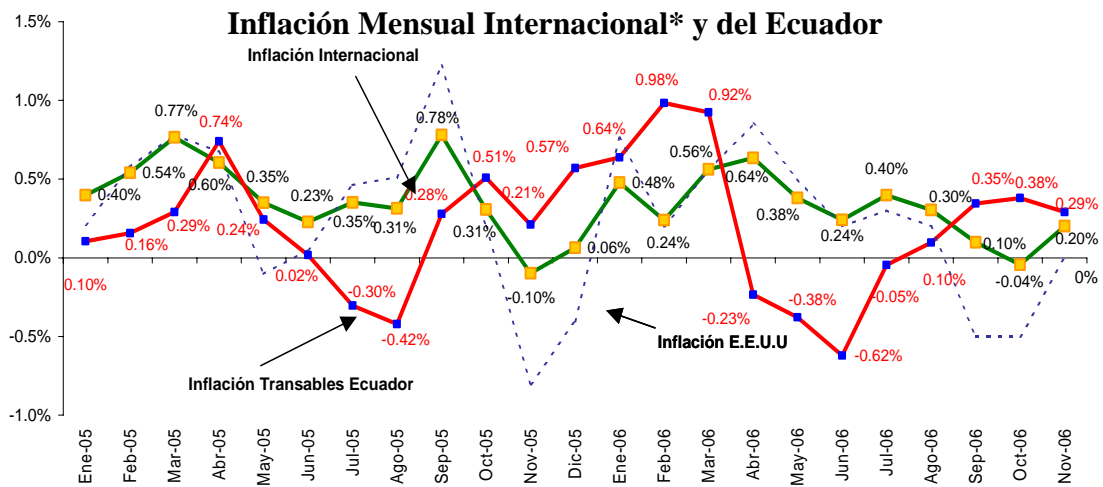
La evolución de la inflación internacional tiene un efecto importante sobre el crecimiento de los precios de los bienes transables (aquellos que se comercializan con el resto del mundo)(Ver Gráfico 6).

En el mes de noviembre de 2006 la variación mensual de los precios de los EE.UU. mostró estabilidad (inflación 0%), a pesar del incremento internacional del petróleo. Por su parte la inflación internacional<sup>12</sup> mensual muestra un cambio de tendencia con respecto al mes de octubre, ubicándose en 0.2% (frente a -0.04% de octubre). Éste valor en la inflación internacional se explica básicamente por la inflación estable de varios países latinoamericanos, por la deflación en Perú y Chile y además por las tasas de inflación en Europa que se mantienen bajas.

**La inflación de los bienes transables del Ecuador** durante el mes de noviembre (0.29%), muestra una ligera caída frente a la registrada en octubre (0.38%); ligeramente por encima de la inflación Internacional. La tendencia al alza de la inflación de transables en Ecuador a partir de julio de 2006, hasta octubre del presente año, podría haber implicado una pérdida de competitividad en los mercados internacionales.

<sup>12</sup> La inflación internacional, se calcula considerando la inflación de los 16 países más relevantes en las importaciones realizadas por el Ecuador. La inflación está ponderada por la importancia del país en el flujo de importación con el Ecuador.

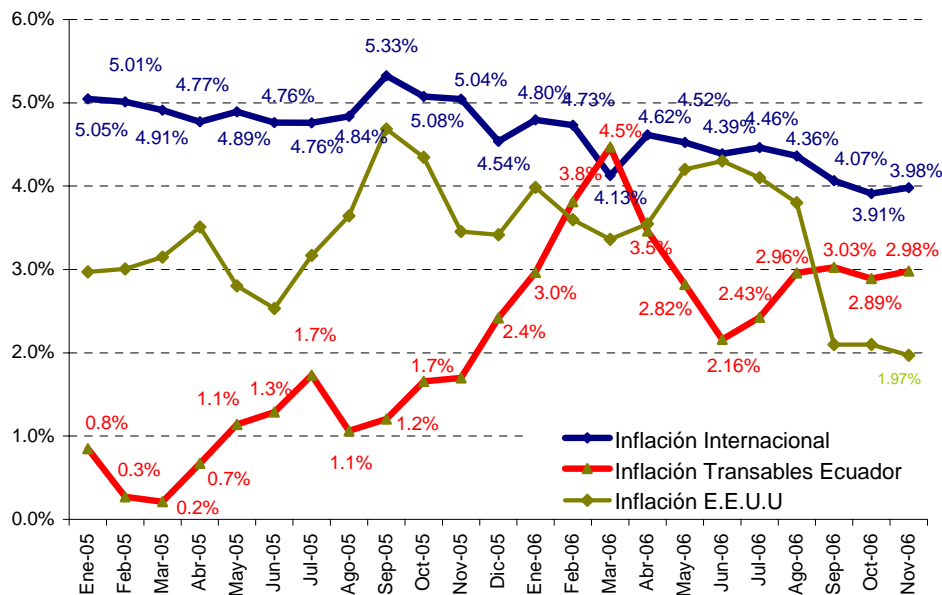
Gráfico 6



\*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

En términos anuales, al igual que en los últimos 7 meses, la inflación de bienes transables del Ecuador (2.98%) se mantuvo por debajo de la inflación internacional (3.98%). De su parte superó en aproximadamente un punto porcentual a la inflación de EE.UU. (1.97%).

**Gráfico 7**  
**Inflación Anual de Transables e Inflación Internacional<sup>13\*</sup>**



\*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. Adicionalmente a la fecha en el sistema Bloomberg y en el Banco Central de Venezuela no disponían la inflación anual a octubre. Se utilizó como fuente de información a JP Morgan Chase Bank con 16.3%.

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

### 3.2 Mercado de Commodities

En lo que se refiere a metales, rubros como el cobre y el níquel mostraron una variación negativa en su cotización en (6.28%) y (1.80%) respectivamente. En cambio, se observan incrementos de precios en su orden, en los siguientes metales: estaño (3.18%), plomo (6.10%), oro (7.08%), plata (11.78%) y zinc (14.63%) (ver Gráfico 8b).

En lo que respecta a productos alimenticios, durante el mes de noviembre se registró el incremento de precios más significativo en maíz (21.4%), seguido del fréjol (13.48%), aceite (11.6%) y café (11.4%). Vale destacar de otro lado la deflación experimentada por el azúcar (-2.3%).

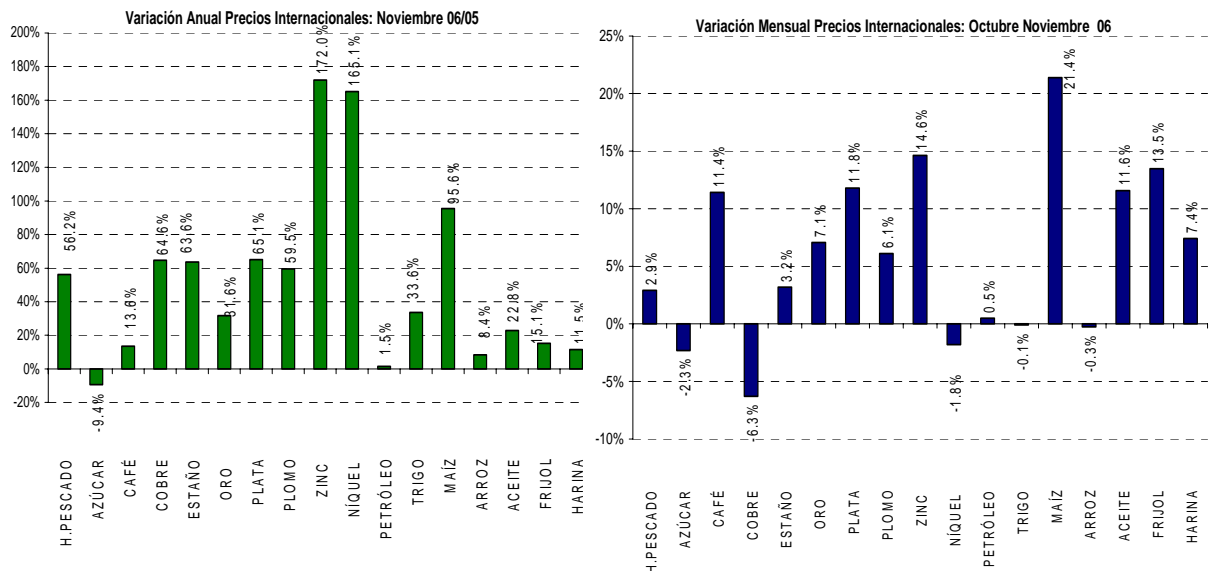
Por su lado, el petróleo que venía mostrando una reducción mensual en el precio, durante noviembre se incrementa ligeramente (0.48%).

<sup>13</sup> A partir del mes de julio, se excluye del cálculo de la inflación internacional a Japón, por cuanto en dicho país la inflación se publica con un importante rezago, y por lo tanto es información que no se encuentra disponible al momento de la publicación del Boletín. En ocasiones anteriores, al no contarse con el dato, se procedió a asumir que la inflación del mes analizado en el Boletín era igual a la del mes anterior, ahora se corrige toda la serie excluyéndose a Japón del cálculo. Para las ponderaciones comerciales, al no contarse con información a julio, también se asume que para dicho mes se mantienen las ponderaciones del mes anterior; esta información se va actualizando cada mes, cuando ya se dispone de la respectiva información.

En términos **anuales** casi todos los commodities (a excepción de la azúcar) han experimentado incrementos muy significativos en su cotización. Los rubros que registran mayor inflación en general corresponden a los metales: zinc 172%, níquel 165.1%, plata 65.12%, cobre 64.64%, estaño 63.62%, plomo 59.52%. En commodities que corresponden a productos alimenticios, el maíz, el trigo y el aceite experimentaron la mayor variación anual (95.60%, 33.55% y 22.84% respectivamente (Ver Gráfico 8.a)). Mientras tanto, el petróleo presenta una inflación anual baja de 1.45%. Vale destacar que éstos incrementos tienen una alta incidencia en los costos de producción de varias industrias manufactureras, así como en especial en el sector de la construcción del Ecuador que ha sufrido el aumento en el costo del cobre, zinc y níquel. Por su parte, vale destacar que en términos anuales el azúcar presenta una caída de precio (9.4%) lo que podría significar una mejora en costos de producción en industrias relacionadas en el país.

**Gráfico 8**

**Precios Internacionales de Commodities**



Fuente: Reuters y Bloomberg  
 Publicación: BCRP

Si se compara la variación anual del precio promedio<sup>14</sup> de los commodities registrado durante los primeros once meses de 2006, con la correspondiente variación observada en el mismo período de 2005, se observa que en general la mayor parte de commodities alcanzaron incrementos de precios de mayor magnitud (a excepción del café, arroz y petróleo) durante el año 2006, en especial los metales (ver Gráfico 9).

El zinc es el rubro que registró el mayor cambio en su tasa de inflación; efectivamente su precio promedio habría registrado una variación anual de 136.45% durante los primeros once meses de 2006, en contraste con una variación de 29.55% registrada en el mismo período de 2005. De manera similar, se registran incrementos significativos en la inflación

<sup>14</sup> La variación anual promedio resulta de obtener: la cotización promedio desde enero hasta el mes correspondiente de análisis y posteriormente obtener la tasa de variación con respecto a la cotización promedio observada en el mismo período del año anterior.

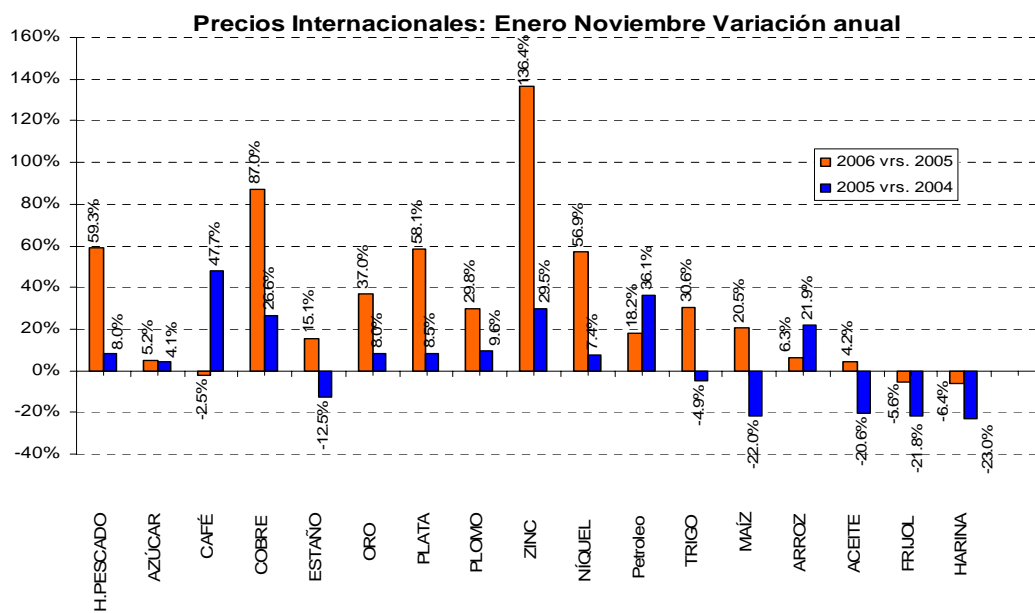
del precio promedio de los rubros cobre, plata, níquel y oro, en relación a la inflación registrada en 2005. También, en lo que corresponde a productos alimenticios, se observan incrementos importantes en la variación del precio promedio, en los rubros de harina de pescado, trigo y maíz; estos dos últimos, habiendo registrado disminuciones de sus precios promedio en el periodo enero-noviembre de 2005, pasan a registrar inflaciones de 20% o más en el mismo periodo del año 2006.

Cabe recordar que mientras la variación del precio de los metales y minerales incide en los costos de la industria de la construcción, los precios del trigo afectan los costos de producción de la industria de molinería. Por su parte, el precio del maíz (se ha incrementado un 20.5% en promedio durante los primeros once meses del año) incide en las industrias de “Producción, procesamiento y conservación de productos cárnicos” y “Elaboración de alimentos preparados para animales”. De igual manera, el aumento del precio del trigo incidiría de forma importante en los costos de producción de la industria “cereales y panadería”.

Es indudable que mientras exista una demanda permanente de commodities por parte de la economía china<sup>15</sup>, los precios seguirán mostrando una tendencia creciente.

**Gráfico 9**

**Precios Internacionales de Commodities**



Fuente: Reuters y Bloomberg  
 Publicación: BCRP

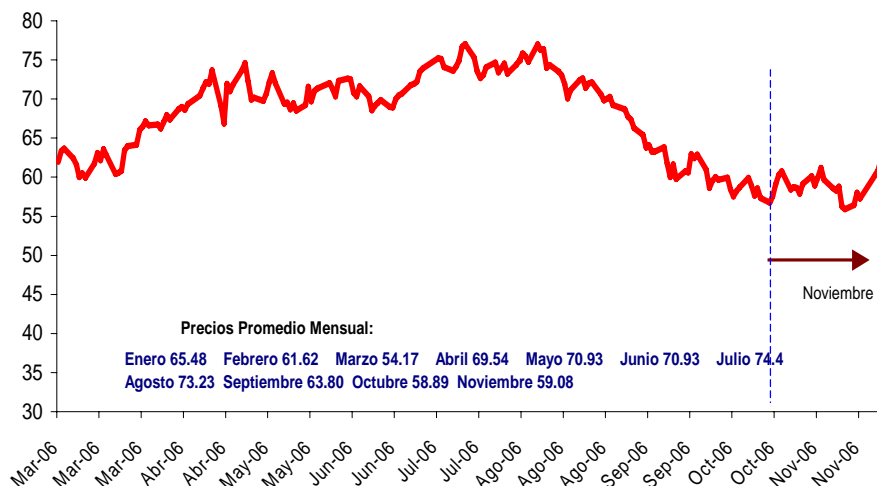
<sup>15</sup> Cabe señalar que la tasa de crecimiento de la economía China en el 2006 fue de 11%.

## Petróleo

En el mes de noviembre el precio promedio<sup>16</sup> del WTI se incrementó ligeramente, después de tres meses consecutivos de reducciones. La cotización pasó de USD 58.89/barril en octubre a USD 59.08/barril en noviembre; así, el crecimiento en el precio fue de 0.32%. La reducción de precios fue evidente durante las primeras dos semanas del mes para posteriormente mostrar una recuperación en las últimas semanas.

El incremento en la cotización del precio del petróleo obedeció entre otros factores a: “.la posibilidad de nuevos recortes de cuotas de producción por parte de la OPEP en su próxima reunión y la advertencia de posibles ataques de grupos rebeldes en las instalaciones petrolíferas de Nigeria (el mayor productor de petróleo de África). Asimismo, los precios fueron impulsados al alza tras conocerse la caída en los inventarios de destilados, una categoría que incluye el heating oil y el diesel, en 2,68 millones de barriles a 138,6 millones de barriles diarios”<sup>17</sup>

**Gráfico 10**  
**Precios Internacionales del WTI (USD/barril)**



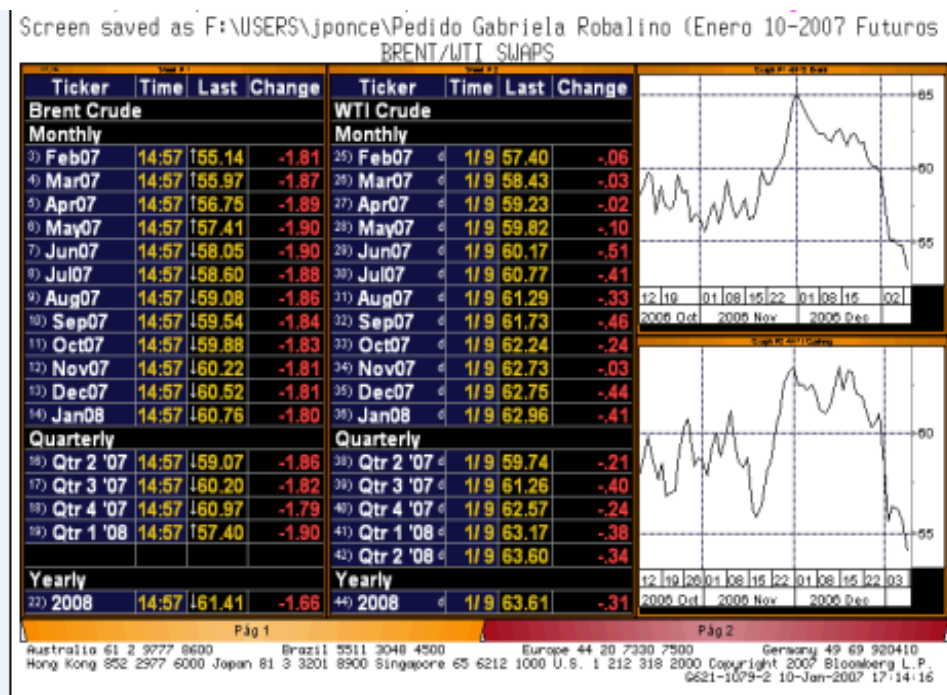
De acuerdo al mercado de futuros<sup>18</sup>, para enero y febrero de 2007 el precio del WTI sería de USD 64.18 y 65.02 /barril respectivamente.

<sup>16</sup> El precio promedio se calcula, a través de un promedio simple de la cotización diaria del petróleo.

<sup>17</sup> Banco Central de Perú.

<sup>18</sup> Bloomberg al 29 de Noviembre

**Cuadro 3**  
**Mercado de Futuros del Petróleo**



Fuente: Bloomberg

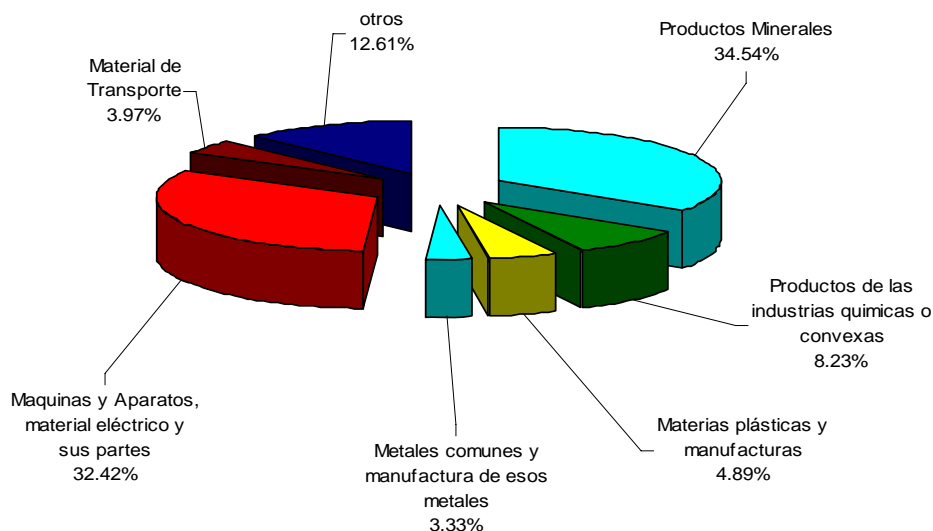
### 3.3 Evolución de Precios de las Exportaciones de EE.UU.

El Bureau of Labor Statistics de EE.UU. 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 EE.UU. para el período enero-noviembre del año 2006, la mayor parte corresponde a los rubros de: productos minerales (34.54%), maquinas y aparatos (32.42%) y productos de las industrias químicas (8.23%)<sup>19</sup>. (Ver Gráfico 11)

<sup>19</sup> Las importaciones están a valores CIF.

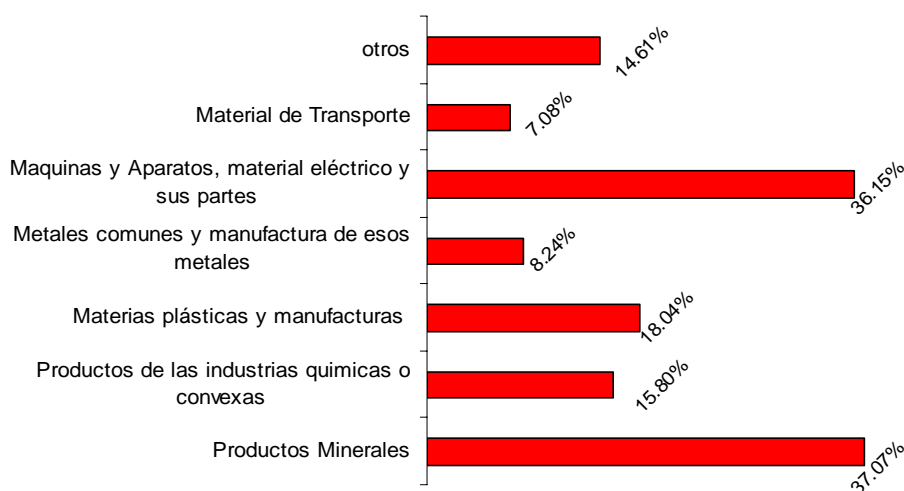
**Gráfico 11**  
**Estructura de las Importaciones Ecuatorianas desde EE.UU.:**  
**Período enero - noviembre 2006**



**Fuente: Base de Comercio Exterior Banco Central del Ecuador**

Adicionalmente, del total de importaciones de maquinas y aparatos realizadas por el Ecuador desde el resto del mundo, el 36.15% proviene de la economía estadounidense. En el caso de los productos minerales, el 37.07% del valor total importado provino de EE.UU., hasta noviembre de 2006 (Ver Gráfico 12).

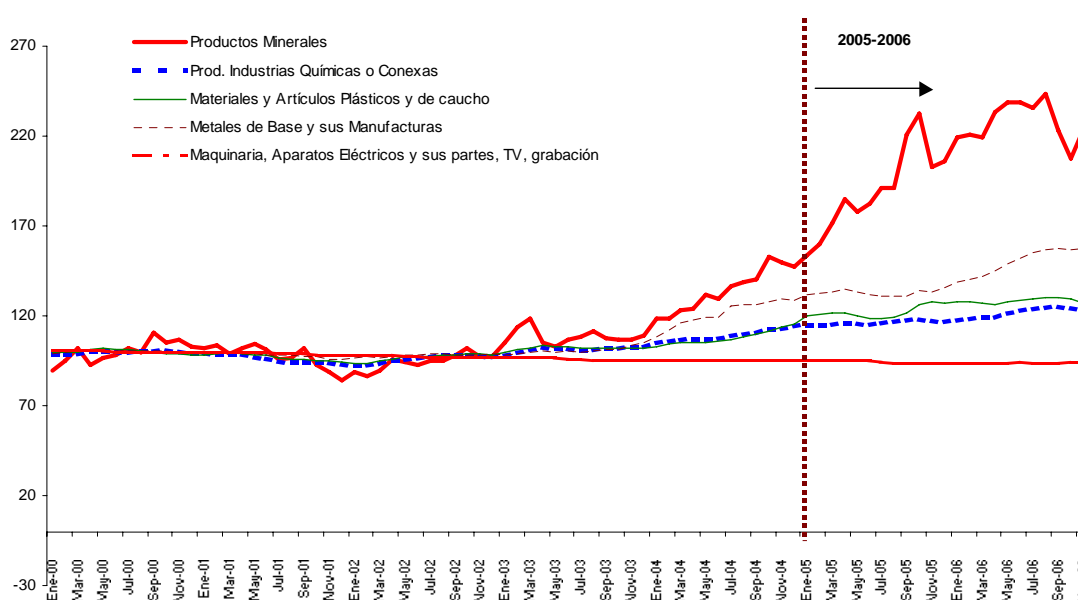
**Gráfico 12**  
**Importaciones Ecuatorianas desde EE.UU./Total Importaciones Ecuatorianas por**  
**Rubros: Período enero – noviembre 2006**



**Fuente: Base de Comercio Exterior Banco Central del Ecuador**

A partir del año 2004 y hasta noviembre de 2006, se ha observado que los precios internacionales de las Exportaciones de los EE.UU.<sup>20</sup> de los principales rubros señalados anteriormente, registraron un repunte importante en especial los Productos Minerales (ver Gráfico 13), el cual al ser el principal rubro que importa el país desde los EE.UU., estaría presionando al alza a los costos de producción y por ende a la inflación en el Ecuador. En una menor magnitud se ha observado el mismo comportamiento en los rubros: Metales comunes y manufacturas de esos metales, los Materiales plásticos y Manufacturas de esas materias, caucho y sus manufacturas; y Productos de las industrias químicas o conexas. Se observa en cambio que el rubro que ha mostrado estabilidad en sus precios durante todo éste tiempo es el de Maquinaria, Aparatos Eléctricos y sus partes.

**Gráfico 13**  
**Índices de Precios de las Exportaciones de EE.UU.**



Fuente: *Bureau of Labor Statistics*

En cuanto a la *variación mensual de precios*; durante el mes de noviembre el rubro Productos minerales registró una variación positiva de 7.8%, revirtiendo la deflación observada en los dos meses anteriores. Cabe destacar como se ha mencionado, que este es el rubro de mayor participación en las importaciones que realiza Ecuador desde los Estados Unidos.

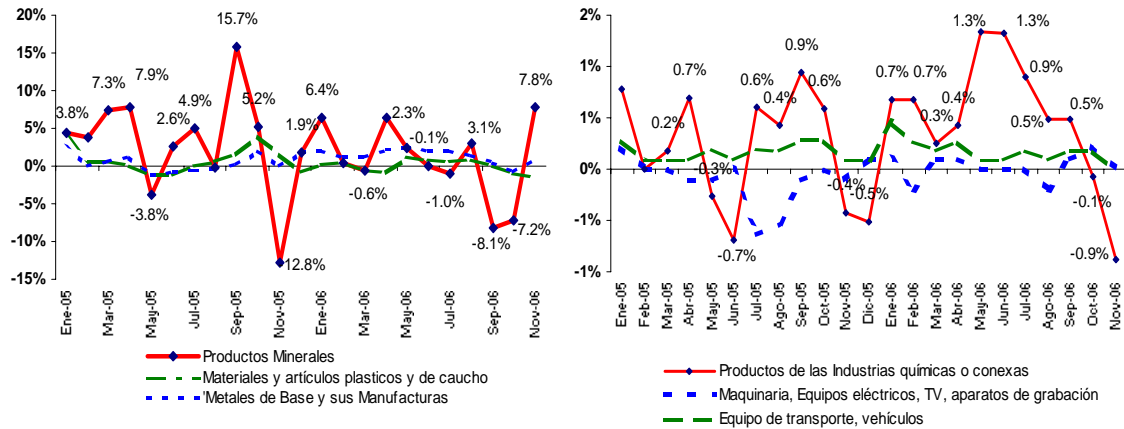
De su parte, los rubros Materiales y artículos plásticos y de caucho, y Productos de las Industrias Químicas y Conexas registraron deflaciones durante el mes de noviembre (-1.5% y -0.9% respectivamente). Finalmente, el segundo rubro en importancia en las importaciones que realiza el Ecuador desde Estados Unidos (Maquinaria, Aparatos

<sup>20</sup> La clasificación de los rubros correspondientes a las Exportaciones de los EE.UU., tiene como fuente al Bureau of Labor Statistics; razón por la cual se encuentran diferencias en los nombres de los rubros frente a los utilizados por el Banco Central del Ecuador, de acuerdo a la clasificación de la base de datos de comercio exterior. Por ello la nomenclatura de los gráficos No. 11 y 12 es diferente a la de los gráficos No. 13, 14 y 15.

Eléctricos y sus partes), muestra una estabilidad en los precios, al igual que el rubro de Equipo de transporte (vehículos) (ver Gráfico 14).

**Gráfico 14**

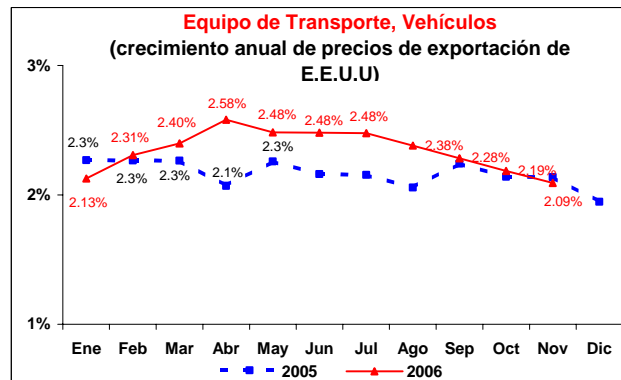
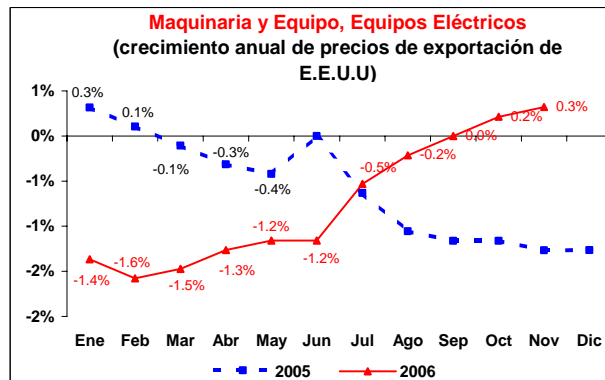
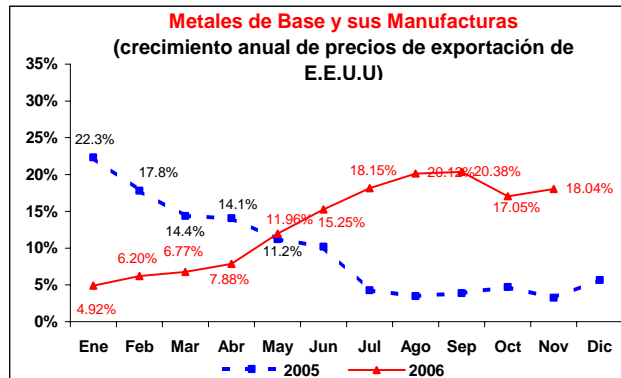
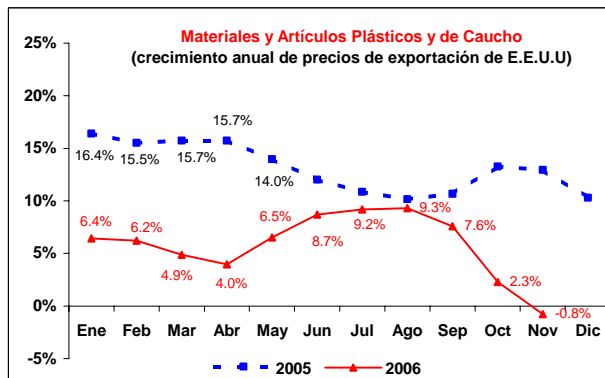
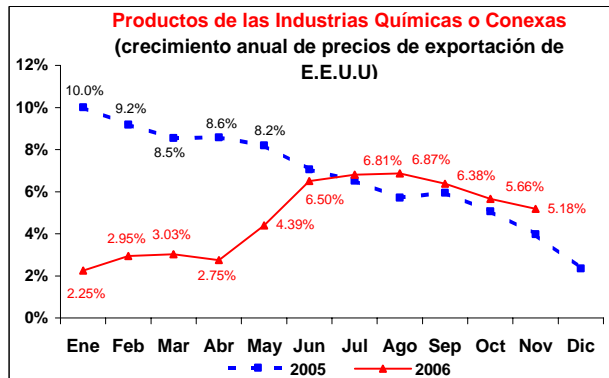
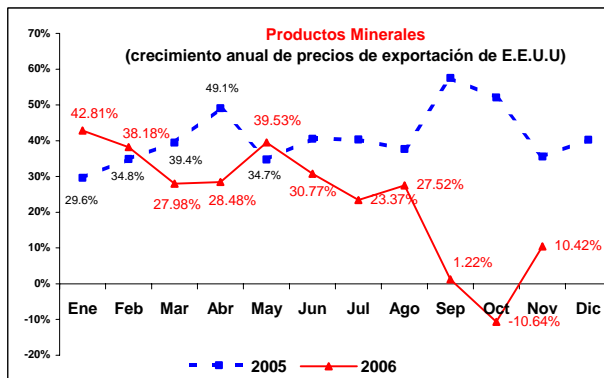
**Crecimiento Mensual de los Precios de Exportación de EE.UU.**



Fuente: *Bureau of Labor Statistics*

Por otro lado, durante el mes de noviembre se produjo un aumento de la inflación anual en los rubros: *productos minerales*, *metales de base y sus manufacturas*, y *maquinaria y equipo* respectivamente. La inflación anual más elevada en dicho mes, la registra el rubro de *metales de base y sus manufacturas (18.0%)*, seguido de *productos minerales (10.4%)* y *productos de las industrias químicas o conexas (5.18%)*. En cambio, cabe destacar las bajas tasas de inflación anual (por debajo del 3%) de *equipos de transporte*, *maquinaria y equipo*, y *materiales y artículos plásticos* respectivamente (este último rubro incluso registró deflación en términos anuales (ver Gráfico 15).

**Gráfico 15**  
**Crecimiento Anual de los Precios de Exportación de EE.UU.**



Fuente: Bureau of Labor Statistics

### III. MERCADOS FINANCIEROS

#### Mercado de renta fija de Bonos Soberanos

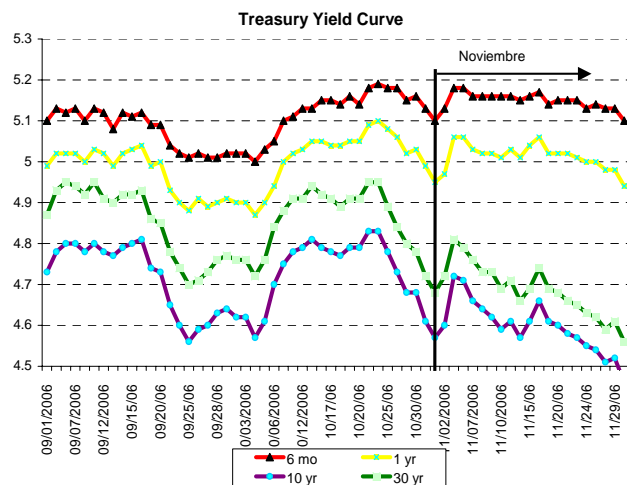
##### *Estados Unidos*

La decisión por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos de mantener sin cambios la tasa de interés objetivo de los fondos federales en el 5.25%, no provocó cambios en las preferencias de los inversionistas. Las inversiones en el mercado de renta fija se concentran en los sectores más cortos del mercado monetario, siendo evidente la falta de interés en las colocaciones en los tramos más largos.

Entre el 01 y 30 de noviembre de 2006, se observa una recuperación en la tasa de retornos hasta la primera semana del mes; para posteriormente en las tres semanas finales mostrar una tendencia decreciente para los tramos cortos y largos; a excepción del rendimiento del bono a 6 meses que se mantiene estable (Ver Gráfico 16).

Los tramos largos de 10 y 30 años, redujeron su rendimiento en (11 pb y 12 pb) respectivamente durante éste mes<sup>21</sup>. En los tramos de 1, 2, 3 y 5 años las variaciones negativas en el rendimiento fueron del orden de: 1, 4; 4; y 7 pb., respectivamente.

**Gráfico 16**  
**Curva de Rendimiento Bonos Tesoro**

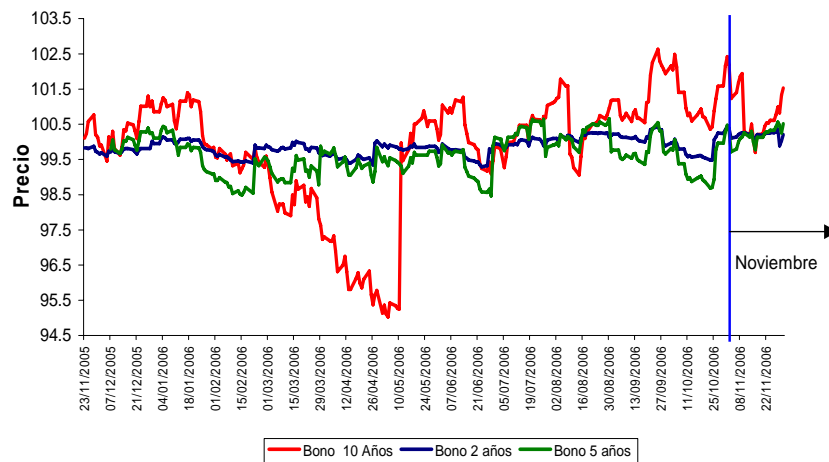


Fuente: *US Department of Treasury*

La incertidumbre en torno a la decisión de política monetaria (de mantener o reducir la tasa de interés) no ha provocado un comportamiento diferente en el mercado de bonos en éste mes. Así, el precio de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, de 10 años, presentó una trayectoria decreciente hasta la primera semana, para posteriormente en las tres semanas finales iniciar una tendencia alcista en su cotización, producto de la caída en su tasa esperada de retorno.

<sup>21</sup> La variación en las tasas de retorno se calcula como la diferencia entre la fecha inicial y final del respectivo mes.

**Gráfico 17**  
**Evolución del Precio Bonos, EE.UU.**



Fuente: Bloomberg

### *Alemania*

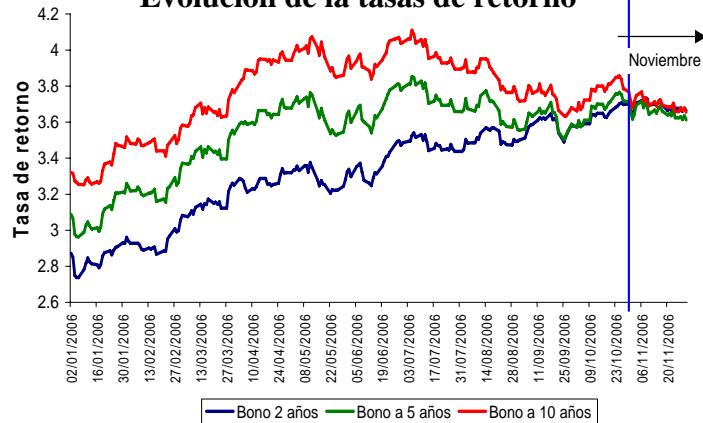
Por su parte, en el mercado financiero alemán, el rendimiento del bono de 10 años se ubicó en 3.68% al 01 de noviembre, mostrando una recuperación durante la primera semana (3.77%) y finalizando con una ligera tendencia decreciente hasta (3.66%) el 30 de noviembre.

El precio de los bonos de 10 años, considerado como el referencial de dicho mercado, presentó durante éste mes un comportamiento similar al mostrado en meses anteriores (presenta mayor volatilidad con respecto al bono de 5 y 2 años).

En lo que se refiere al precio de los bonos gubernamentales de Alemania de 2 , 5 y 10 años, éstos mostraron una ligera tendencia creciente hasta la primera semana; para posteriormente mostrar una tendencia decreciente. Se puede afirmar que el comportamiento del mercado de activos es adecuado (relación entre retorno y precio).

**Gráfico 18**

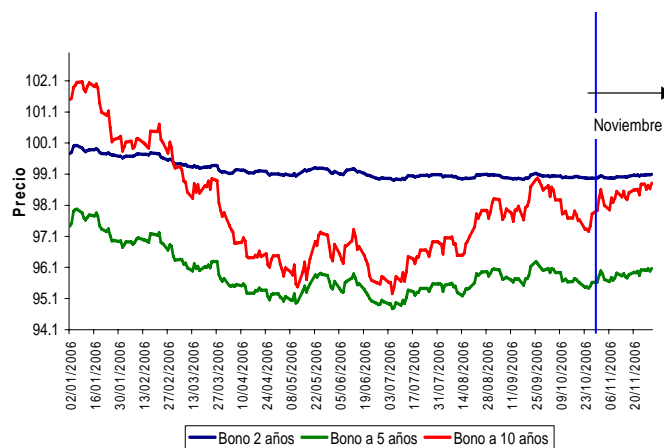
**Evolución de la tasas de retorno**



Fuente: Bloomberg

**Gráfico 19**

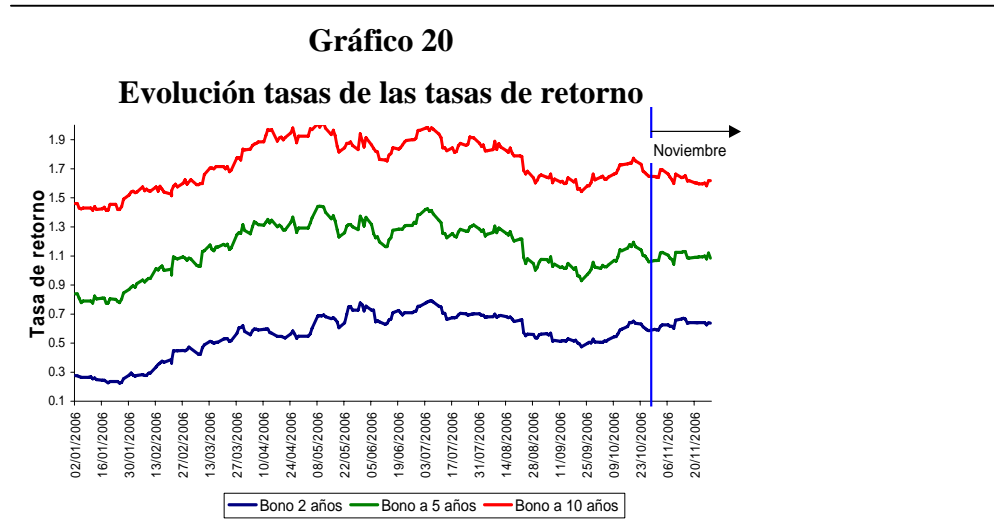
**Evolución del Precio, Bonos Alemania**



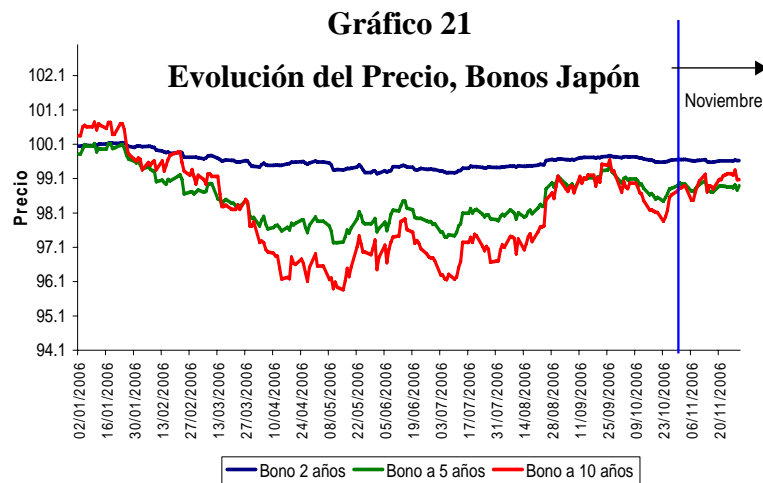
Fuente: Bloomberg

**Japón**

En el mes de noviembre el comportamiento del mercado financiero no presenta cambios en su tendencia con relación al mes de octubre. El rendimiento de los bonos a 2 y 5 años muestran un comportamiento estable durante noviembre; mientras que el de 10 años disminuye muy ligeramente 1( pb).



Fuente: Bloomberg



Fuente: Bloomberg

### *América Latina*

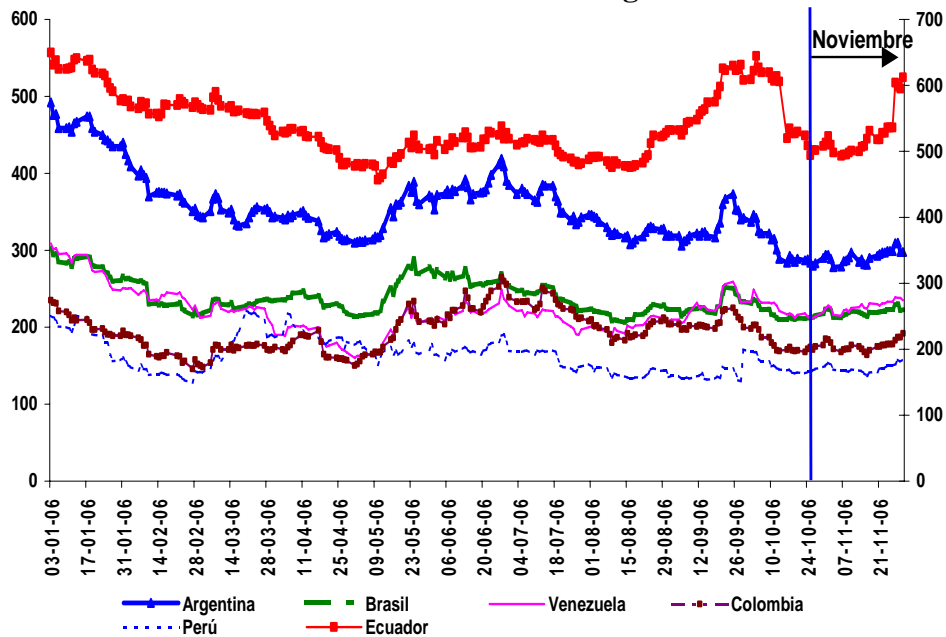
En general, la percepción sobre la capacidad de pago de la deuda soberana de los países de América Latina (medida a través del EMBI<sup>22</sup>) muestra una tendencia estable y en algunos casos una ligera reducción, comparando con durante el mes de octubre.

Sin embargo Ecuador sigue siendo el país de la muestra como el más riesgoso; es más es el único país que muestra una tendencia creciente en el EMBI (al primero de noviembre era de (523 pb.) mientras que al treinta de noviembre fue de (612 pb.); lo contrario con sucede con los bonos de Perú que son considerados los menos riesgosos por parte de los inversionistas.

<sup>22</sup> Emerging market bond index.

El promedio mensual de noviembre<sup>23</sup> del EMBI de Argentina pasó de (303 pb.) en el mes de octubre a (293 pb.) en noviembre. En el caso de Brasil el EMBI se incrementó de (218 pb.) a (220 pb.) y en Venezuela el incremento fue de (224 pb.) a (228 pb.). Colombia redujo de (179 pb.) a (176 pb.), al igual que Perú de (149 pb.) a (147 pb.).

**Gráfico 22**  
**EMBI Mercados Emergentes**



Fuente: Bloomberg

La percepción de un mayor riesgo por parte de inversionistas internacionales por los bonos soberanos de Brasil, se ha confirmado por un programa de recompra anunciado por el gobierno el 15 de enero de 2007. La estrategia del gobierno de Brasil, es que hay un exceso de liquidez en el sector externo y mientras continúen incrementando las reservas se procederá a una recompra de bonos soberanos externos, independientemente de su maduración.

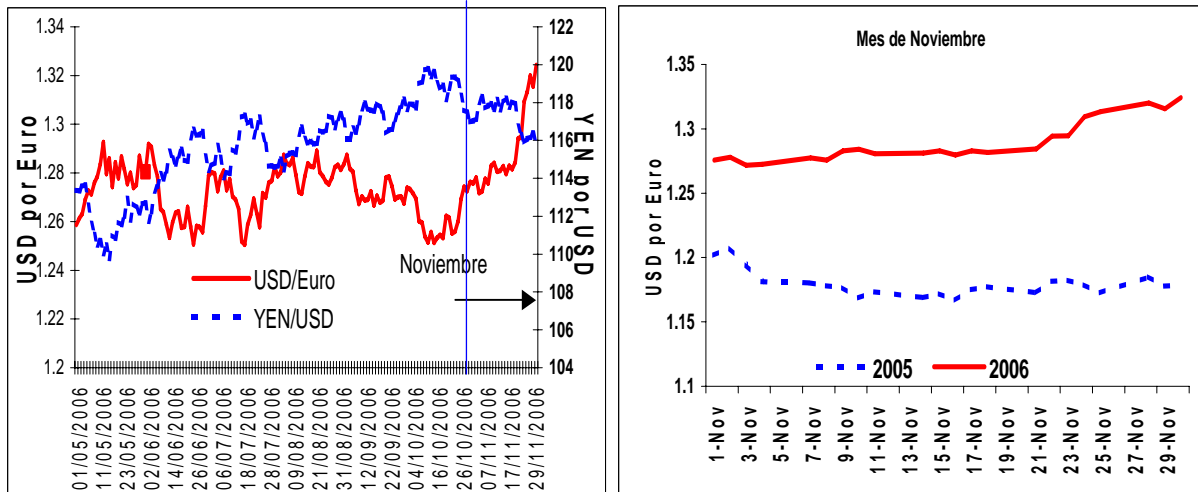
### Mercado de divisas

Durante el mes de noviembre de 2006 la cotización promedio del dólar respecto al euro registró una depreciación, revertiendo la tendencia de los dos meses anteriores. La depreciación ocurrió durante todas las semanas; en promedio el dólar cayó un 2.14% y la depreciación más fuerte se registró en la última semana (2.2%).

<sup>23</sup> Calculado como el promedio diario de la cotización durante el mes correspondiente.

Por su parte, con relación al mismo período del año anterior (noviembre 2005), el dólar se depreció respecto al EURO en 9.29% en promedio y durante todo el mes su cotización se mantuvo por arriba de aquella observada en noviembre de 2005 (ver Gráfico 23).

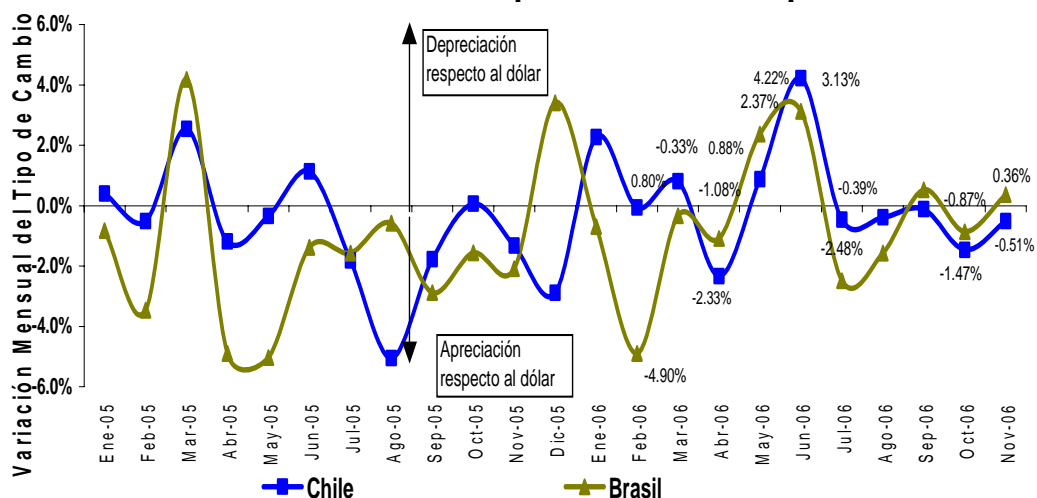
**Gráfico 23**  
**Cotizaciones Dólar vs. Euro y Yen**



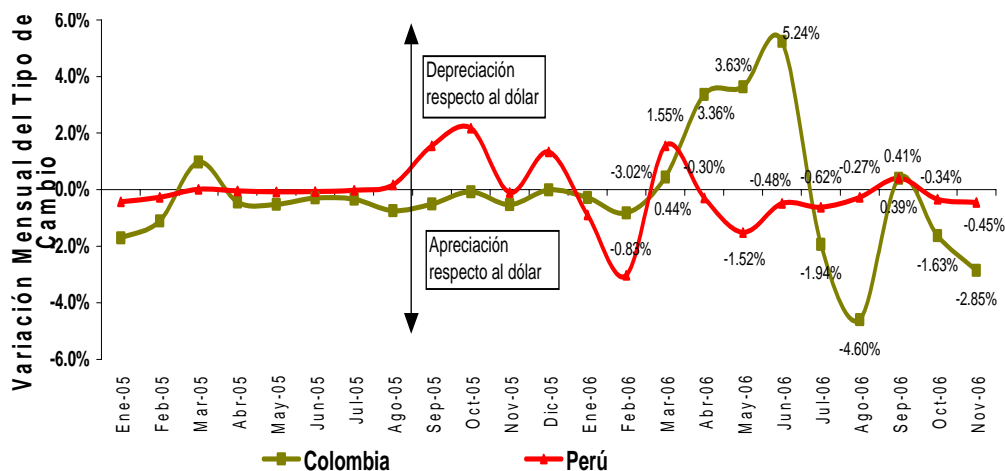
Fuente: Bloomberg

El peso chileno se registró una apreciación de 0.5% con respecto al dólar, al pasar de una cotización de 530.21 a 527.48 pesos por dólar; el peso colombiano la apreciación fue de (2.9%) con respecto al dólar y el sol peruano se apreció (0.5%). Mientras que el real Brasileiro se depreció ligeramente en 0.4% frente al dólar, al pasar de una cotización de 2.149 reales por dólar en octubre a 2.157 en noviembre.

**Gráfico 24**  
**Variación Mensual de los Tipos de Cambios Respecto al Dólar**



1. 0.0%

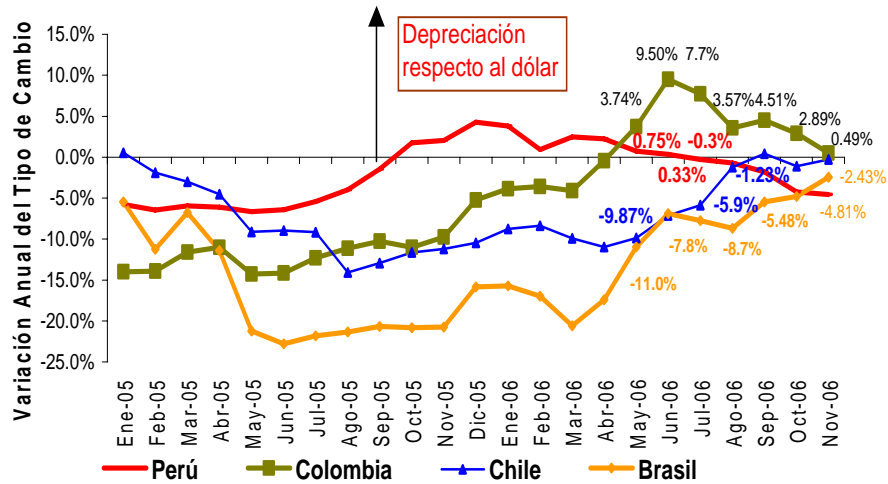


Fuente: Bloomberg

En cuanto a la variación anual de las cotizaciones, se observa que el peso colombiano registró una depreciación anual de 0.49% respecto al dólar, menor a la observada el mes anterior (2.89%). El peso chileno registró una leve apreciación (0.29%) frente al dólar, el real de Brasil se apreció (2.43%) frente al dólar y el sol peruano se apreció (4.58%) frente al dólar.

Lo que se puede observar en los últimos meses es que el dólar se está depreciando cada vez en una menor proporción con respecto a varias monedas latinoamericanas.

**Gráfico 25**  
**Variación Anual de los Tipos de Cambios Respecto al Dólar**



Fuente: Bloomberg

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