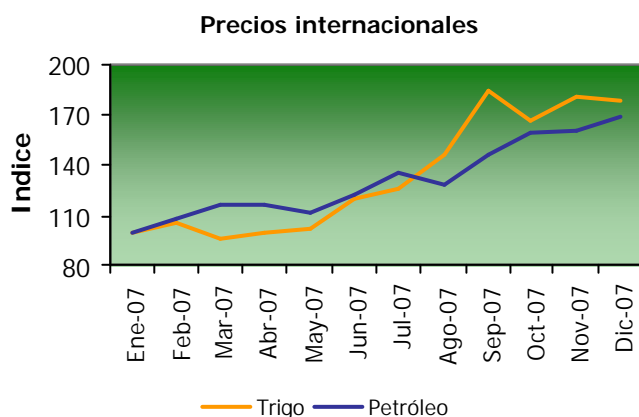


## La economía mundial

El crecimiento históricamente alto que viene registrando el mundo desde hace ya cuatro años continuó percibiéndose durante el año 2007. Para los países desarrollados, los últimos datos del PBI al tercer trimestre del año arrojan tasas de crecimiento anualizadas del 4,9% para EEUU, 2,8% para la Zona Euro y 2,6% para Japón. No obstante, el país que más contribuye al crecimiento mundial continúa siendo China, cuya tasa de variación esperada del PBI para 2007 es de 11,5%. La otra economía emergente de creciente participación en la producción mundial de bienes y servicios es India, cuya tasa de crecimiento esperada es del 7,9%.

El aumento de los ingresos en China e India, junto al incremento vertical de la demanda por etanol (bien sustituto de la gasolina, cuya producción requiere granos como insumos) para los automóviles en EEUU, ha determinado un incremento de los precios de los commodities alimenticios que favoreció de manera muy importante a los países de nuestra región que son intensivos en recursos naturales. A su vez, el precio del petróleo también registró un aumento singular, motivo por el cual el derrame de aumento de precios internacionales de bienes de exportación para la economía uruguaya se vio amortiguado por el aumento del precio del petróleo (bien de importación). Como se verá posteriormente, este aumento de precios internacionales tuvo incidencia en el alza de la tasa de inflación interna de nuestro país.



**Fuente: Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos de Arg. y Grupo Aval**

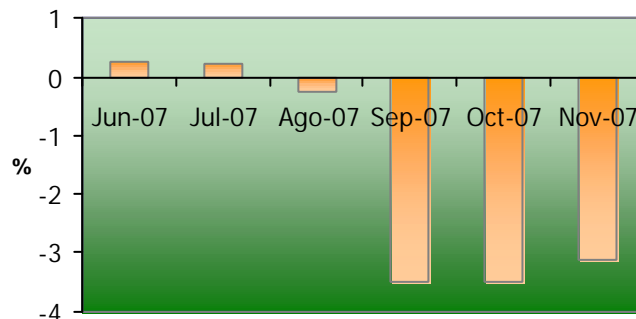
De todas formas, el hecho más significativo de la economía global durante el segundo semestre no tuvo que ver con el mercado de bienes, sino con el mercado financiero. Es sabido que el talón de Aquiles de la economía de EEUU es el sector de la construcción y el mercado inmobiliario, donde se formó una burbuja de grandes proporciones desde comienzos del siglo

XXI, atribuible en buena medida a los bajos niveles de tasas de interés (la tasa de referencia de la Fed había llegado a alcanzar un mínimo histórico del 1% nominal), lo cual desató una ola de créditos hipotecarios que se hizo expansiva hacia los tomadores de crédito con baja reputación crediticia (segmento “subprime”), que por tener mayor riesgo eran también los de mayor rendimiento.

La nueva arquitectura financiera internacional permitió que mediante un proceso de titulación (securitización), las sociedades financieras que concedían los créditos hipotecarios pudieran vender dichos préstamos a los bancos de inversión bajo la forma de títulos para hacerse de fondos. Estos activos, conocidos en la jerga como “collateral debt obligations” (CDO), constituyen un bono basado en un pool de activos colateralizados por un flujo de fondos de activos subyacentes con niveles variables de riesgo. Precisamente, una gran proporción de los CDOs comercializados en EEUU contenían deuda subprime. A su vez, los bancos de inversión de primera línea compraron estos CDOs, aunque los registros de dichas transacciones se hacían fuera de la hoja de balance, mediante la creación de sociedades específicas (en la jerga, denominadas “conduits”). Para comprar los CDOs, los conduits se financiaban con “commercial papers”, que son papeles de corto plazo de alta reputación crediticia y de bajo costo. Una especie de conduits que proliferó mucho son los “structured investment vehicles” (SVI), que tienen la particularidad de contar con un elevado nivel de apalancamiento en el proceso de financiación, lo cual reportaba altos retornos sobre el capital. Finalmente, el hecho de que las agencias de calificación habían contribuido al diseño de estos instrumentos financieros estructurados (CDO) y a la vez asignaran una calificación a dichos instrumentos, generó un conflicto de intereses que dañó la posibilidad de valorar objetivamente los riesgos por parte de las calificadoras. El hecho de que los CDOs tuvieran a la vez elevada calificación y alto rendimiento (en un contexto en el cual los bonos del Tesoro de EEUU y demás activos financieros tenían escaso rendimiento) hizo que la demanda de los inversores por estos títulos creciera considerablemente.

Mientras los precios de los inmuebles (activo subyacente de estos instrumentos derivados) estuvieran en alza el mercado funcionó con mucho dinamismo e incluso permitió el acceso al crédito para la vivienda a muchas familias que de otra forma no hubieran podido haber accedido al mismo. En la medida que la variación del precio de la vivienda excediera la tasa de interés del préstamo todos los participantes de esta compleja cadena salían ganando. No obstante, la burbuja inmobiliaria de EEUU se desinfló, reduciéndose de manera considerable los precios de las casas usadas. Por ejemplo, la variación negativa de los últimos doce meses a noviembre de estas casas fue de 3,13%

**Variación interanual de precios de casas existentes en EE.UU**



Fuente: National Association of Realtors

En agosto de 2007 una sucesión de datos negativos en el mercado hipotecario (entre ellos un creciente número de deudores que incurrieron en default) generó una alarma que se extendió en todos los mercados financieros internacionales, en la medida que el valor de los CDOs se había reducido drásticamente, en algunos casos hasta llegar a la iliquidez total. Asimismo, el hecho de que los CDOs no se comercializaran en la Bolsa de Valores sino en el mercado over-the-counter (transacciones bilaterales entre compradores y dealers, donde los volúmenes y precios no son conocidos) generó una ola de incertidumbre en todos los inversores, ya que nadie conocía a ciencia cierta el grado de exposición de los demás a los créditos subprime.

En consecuencia, muchos SVI que debían renovar sus commercial papers descubrieron que nadie estaba dispuesto a otorgarles financiamiento. En consecuencia, los bancos de inversión norteamericanos y europeos debieron hacer ingentes aportes de capital para cubrir las pérdidas de sus filiales, incurriendo en grandes pérdidas

La iliquidez en los mercados llegó al paroxismo a mediados de agosto, cuando la tasa de interés en el mercado interbancario trepó hasta alcanzar el 6%, 75 puntos básicos por encima de la tasa de referencia que en aquel momento la Fed venía manteniendo desde julio de 2006 (5,25%).

Tanto la Fed como otros bancos centrales del mundo desarrollado reaccionaron rápidamente inyectando mucha liquidez (la más grande aplicada desde setiembre de 2001). Acto seguido, la Fed ablandó la política monetaria reduciendo la tasa de interés tres veces consecutivas hasta alcanzar el 4,25% al cierre del año.

Si bien la calma retornó en el cuarto trimestre, aún permanecen los temores de que se produzca un colapso en los mercados financieros. El sector de la construcción en EEUU permanece en receso y los precios de las viviendas continúan cayendo. Para el cuarto trimestre los analistas esperan que el crecimiento anualizado se reduzca a 0,5%, y son cada vez más los economistas altamente calificados que esperan que se produzca una recesión en EEUU para el corto y mediano plazo. El último dato divulgado que preocupó mucho a las autoridades estadounidenses y los mercados fue la creación de empleo en diciembre de tan solo 18.000 puestos de trabajo (el menor guarismo desde 2003), con lo que el desempleo ascendió al 5%.

## Argentina

### Nivel de actividad

El nivel de actividad continúa siendo pujante, con un crecimiento interanual del PIB de 8,7% en el tercer trimestre del año. El sector de bienes creció 7,3%, principalmente por el aumento de la producción de la industria manufacturera (7,6%) y por la construcción (9,7%). El sector de los servicios mostró un aumento interanual mayor (9%) determinado especialmente por el sector de transporte, almacenamiento y comunicaciones (13,7%) y por hoteles y restaurantes (8,3%). Por otra parte, el Estimador Mensual de Actividad Económica muestra en octubre un incremento (en términos desestacionalizados) de 0,3% y una variación interanual positiva a ese mes de 9,4% (el mayor aumento interanual del año). El gran desempeño de la economía argentina es impulsado por una alta inversión, la cual crece a una tasa mayor a la observada por el nivel general de actividad económica, y excede las amortizaciones del stock de capital, lo que significa una expansión de la capacidad productiva.

A su vez, el crecimiento del producto es acompañado por una menor tasa de desempleo, que se ubica en el tercer trimestre del año en 7,3%. El porcentaje de subempleados también muestra una tendencia a la baja en el año. Además, el Índice de Salarios registra un aumento de 19,3% en el período enero-octubre de 2007.

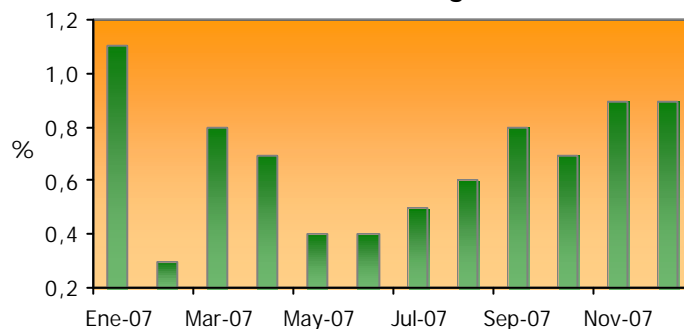
En el año 2007 se alcanzó una recaudación récord explicada principalmente por los ingresos derivados del cobro de IVA y de Ganancias y retenciones, lo cual se asocia directamente con el consumo interno y el nivel de exportaciones. En este sentido, los ingresos fiscales aumentaron un 33,2% con respecto al 2006. No obstante, el gasto público también experimentó un desborde –atribuible fundamentalmente al hecho de que 2007 fue un año electoral– con lo cual el superávit fiscal global se redujo significativamente y se espera que sea del orden del 2,2% para el año 2007. De acuerdo a las autoridades, para el año 2008, se controlaría la expansión del gasto público con la finalidad de lograr un superávit fiscal de 3,8%.

Contrariamente a lo ocurrido en la mayoría de los países del mundo, el peso argentino se devaluó 3% en el 2007, obedeciendo a la política del gobierno de mantener un precio del dólar estable, lo cual se llevó a cabo con ingentes compras de divisas por parte del Banco Central de la República Argentina, que derivó en una mayor acumulación de reservas. Parte de los pesos emitidos como contrapartida de la compra de divisas fueron absorbidos por el superávit fiscal, aunque otra parte implicó expansión monetaria, lo cual alimenta el alza de precios. De allí la importancia de lograr un mayor superávit fiscal en 2008.

Los puntos débiles de la economía argentina siguen siendo la crisis energética (pese al crecimiento de las inversiones globales, en el sector de infraestructura y servicios públicos hay sub-inversión) y el aumento de los precios. La inflación se ubicó en 8,5% en el 2007, según el INDEC, aunque la inflación efectiva según diversos analistas privados sería de más del doble. Por su parte, para detener el crecimiento de los precios de la nafta y el gasoil, el gobierno decidió prohibir la exportación de los mismos hasta que el mercado se encuentre abastecido. Esta medida no es novedosa, ya había sido tomada en 2006 para contener el precio de la carne.

Luego del triunfo de Cristina Fernández en las elecciones presidenciales de diciembre, los primeros indicios (prohibición de exportaciones, ataque a la crisis energética con adelantamiento de la hora y fomento del uso de bombitas de bajo consumo) dan a entender que no habrá un viraje significativo en la política económica.

**Variación mensual de los precios al consumidor en Argentina**



Fuente: INDEC

## Brasil

El PIB creció 5,7% en el tercer trimestre del año con respecto a mismo período anterior de 2006, superando las expectativas de los analistas del 4,8%. En términos desestacionalizados, la variación en el tercer trimestre con respecto al anterior fue de 1,7%. La expansión del producto se debió principalmente a la actividad agropecuaria, la cual creció 7,2%, seguida por la industria (1,8%) y los servicios (1,2%). El destaque del agro puede ser explicado en gran me-

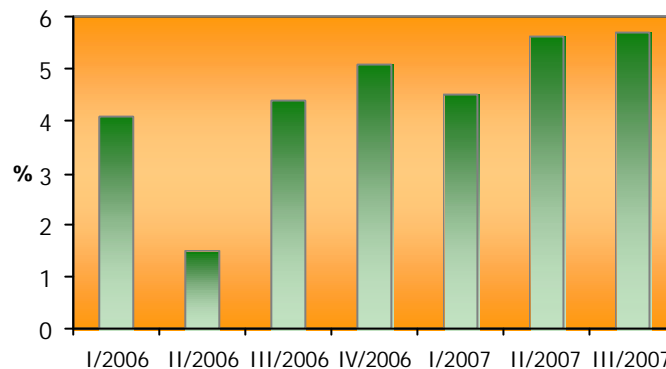
didada por el desempeño de algunos productos como el trigo y la caña de azúcar. Por el lado de la demanda, el mayor crecimiento lo mostró la inversión (4,5%), seguido por el consumo de los hogares (1,5%).

El comercio exterior siguió expandiéndose en 2007, tanto por un aumento de las exportaciones (que alcanzaron una cifra record) como de las importaciones (variación del 32% con respecto a 2006). El superávit de balanza comercial fue de US\$ 40.000 millones, aunque se contrajo 3,8% con respecto a 2006 por el fuerte aumento de las importaciones.

La tasa de desocupación continúa con una tendencia decreciente y se ubica en noviembre en 8,2%, el menor registro del año.

Por otra parte, el tipo de cambio descendió 17% en el 2007 ubicándose como la mayor caída registrada en la región.

**Variación interanual PIB Brasil**



Fuente: IBGE

## Uruguay

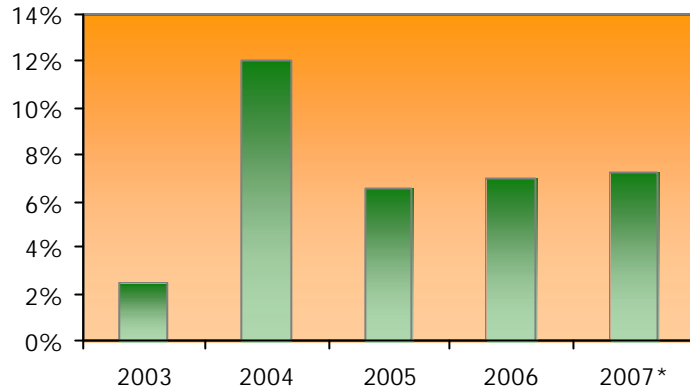
### Actividad

La actividad económica registró un aumento del 6,7% en enero-setiembre del 2007 con respecto al mismo período del año anterior. El comportamiento del PIB durante los primeros nuevos meses del año augura un buen desempeño de la economía en el año y las proyecciones oficiales prevén un crecimiento del 7,25% para el 2007. Por el lado de la oferta, el crecimiento fue impulsado por la Industrias manufactureras (mayor demanda interna y externa de bienes industriales), Transportes y comunicaciones (impulsado por el crecimiento sostenido de la telefonía celular) y Comercio, restaurantes y hoteles (pese a que el número de turistas disminuyó, el gasto real en alimentación y alojamiento de los mismos aumentó). Dentro de los sectores más dinámicos se encuentra también el sector Electricidad, gas y agua (destacándose en particular el comportamiento de la Energía eléctrica).

Por el lado de la demanda, el incremento del producto fue impulsado por el consumo privado en 9% y por las exportaciones, que crecieron un 8,2% en términos de volumen físico, tanto de bienes como de servicios. Las inversiones en capital fijo aumentaron un 6,5%, fundamentalmente por maquinarias y equipos del sector privado.

En términos desestacionalizados, la economía creció un 6,2% en el tercer trimestre del año con respecto al trimestre anterior.

### Evolución del PIB



\*Proyecciones oficiales

### Empleo y salarios

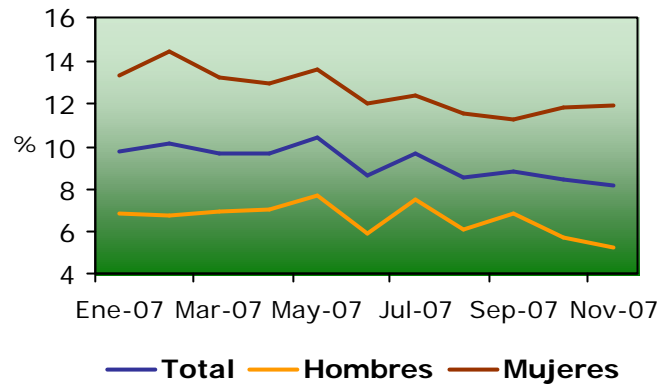
Como consecuencia del mayor dinamismo de la economía, la población ocupada muestra un aumento significativo en todas las áreas geográficas. La tasa de empleo registró en el mes de octubre un incremento tanto en Montevideo como en el interior del país, continuando con la tendencia al alza que se observó durante el 2007. A su vez, en la evolución del mediano plazo, el empleo en los hombres para el total del país mostró mayor dinamismo que en las mujeres. Con respecto a las condiciones de empleo, si se compara octubre de 2007 con respecto al mismo mes del año anterior se observa en Montevideo una disminución de 1,4 puntos porcentuales de los ocupados que declaran no tener restricciones en su empleo. En tanto, en el interior del país el porcentaje de ocupados sin restricciones aumentó 2,5 puntos porcentuales, lo que denota una disminución del subempleo y del empleo no registrado en el sistema de seguridad social.

Por su parte, la mayor demanda fue acompañada por una mayor oferta. El análisis de mediano plazo muestra una mayor participación de personas en el mercado de trabajo para todo el país, tanto de hombres como mujeres. El desempleo se ubicó en octubre en 8,5%, mostrando estabilidad con respecto al mes anterior. A nivel desagregado, se observa una menor tasa de desempleo en Montevideo (8,2%) que en el interior (8,7%). En la evolución durante el año, se observa un descenso gradual de esta tasa para todo el país. Sin embargo, este descenso se muestra principalmente dentro de los hombres, con una baja de 1,6 puntos porcentuales y se ubica en 5,7% frente a una tasa de desempleo del 11,9% de las mujeres.

La mayor actividad en la economía fue acompañada con un aumento del poder adquisitivo de los hogares. En el período julio-setiembre el ingreso de los mismos fue 5% mayor que en el segundo trimestre del año, con un mayor ritmo de crecimiento en el interior (7,6%) que en Montevideo (2,7%). Por su parte, la variación interanual muestra un incremento de los ingresos de 6,5% en el tercer trimestre del año. Este crecimiento es aun mayor si se toma en cuenta el ingreso real per cápita (variación interanual positiva del 9,4%). Analizando las diferentes fuentes de ingreso en términos reales, se observa una mejora de todas ellas, destacándose el incremento de los ingresos salariales con una variación interanual de 11,8% en julio-setiembre de 2007 con respecto a igual trimestre del año anterior.

La medición a partir del IMS, muestra un aumento acumulado a noviembre de los salarios nominales del 12,79%. En términos reales la variación para este mismo período es de 4,27%, siendo la recuperación salarial muy similar para el sector público como para el privado.

**Evolución del desempleo**



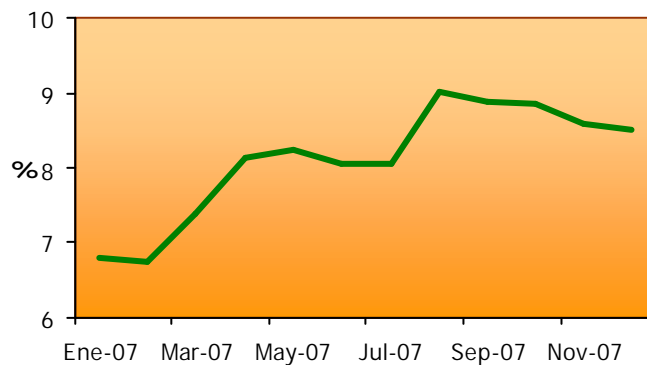
Fuente: INE

### Inflación

El aumento de precios minoristas en diciembre fue de 0,3% y acumuló en el año una inflación de 8,5%, dos puntos porcentuales por encima del techo del rango objetivo establecido por el equipo económico. Dentro de las variables que influyeron en este incremento de los precios se encuentran factores coyunturales como fenómenos climáticos (que limitaron la oferta de verduras y presionaron los precios al alza) y el alza de los precios internacionales (sobre todo repercutieron lo de los granos). Por el lado de la demanda, el elevado consumo que se observó durante el año, presionó también a la subida de los precios.

Para hacer frente a las presiones inflacionarias, el gobierno decidió actuar mediante un endurecimiento de la política monetaria (aumento de tasa de interés) y un paquete de medidas fiscales para reducir algunos precios administrados. En consecuencia, la variación acumulada del IPC en el cuarto trimestre fue -0,15%. No obstante, las presiones inflacionarias continúan siendo una amenaza, y a lo cual puede sumarse el traslado a precios de los empresarios ante excesivos aumentos de salarios nominales provenientes de los laudos de los Consejos de Salarios. Es por ello que el gobierno propondrá un cambio en la pauta de indexación para los próximos laudos.

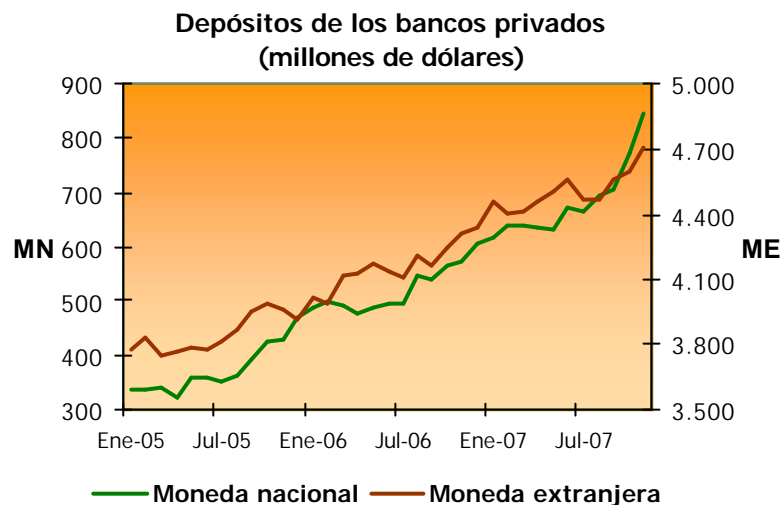
**Variación del IPC últimos 12 meses**



Fuente: INE

### Sector financiero

Los depósitos del sector no financiero en los bancos privados continúan con su tendencia al alza y en enero-noviembre crecieron 12,2%, ascendiendo a U\$S 5.546 millones. Los depósitos en moneda nacional siguen teniendo una tasa de crecimiento mayor a la de los depósitos en dólares (39,5% para ese mismo período) y su participación en el stock total, pese a la alta dolarización, continúa con su tendencia al alza, ubicándose en noviembre en 15,2% frente a un 12,1% en enero. Con respecto a la modalidad de los depósitos, el sector continúa caracterizándose por la alta proporción de las colocaciones a la vista (75,2%), observándose a su vez una tendencia al alza. Por su parte, el crédito otorgado por los bancos privados creció en enero-noviembre de 2007 un 27%, en tanto que aquellos en moneda nacional lo hicieron en un 50%, por el aumento del crédito al consumo.



Fuente: BCU

### Sector monetario y cambiario

Como respuesta a las presiones inflacionarias persistentes en la economía, el Comité de Política Monetaria decidió elevar en noviembre la tasa call interbancaria al 7,5%, con un corredor entre 6,25% y 8,25%, constituyéndose en la tercer suba consecutiva. En la última reunión de diciembre, se resolvió hacer una pausa en el incremento de la tasa de referencia, pero no se descarta el uso de algún instrumento por parte del BCU ante posibles desvíos o choques imprevistos que puedan afectar las metas. Asimismo, en vista de la dificultad que se tendría para cumplir con la meta de inflación en el año 2008, se amplió el rango de la meta de inflación elevando el techo a 7%.

En el mercado cambiario, la apreciación de la moneda que se había registrado con suavidad durante el primer semestre del año, se aceleró fuertemente en el segundo semestre, acumulándose una caída del 12% del tipo de cambio nominal. En este comportamiento incidió la pérdida de valor del dólar en los mercados internacionales, pero también el brusco endurecimiento de la política monetaria para combatir el alza de precios. Así, el tipo de cambio interbancario cerró el año en \$21,55. La fuerte caída del tipo de cambio encareció significativamente los costos internos medidos en dólares para el sector exportador, cuya rentabilidad no se vio más deteriorada debido al efecto amortiguador del alza de precios internacionales y aumento de las cantidades vendidas.

## Indicadores económicos

Uruguay						
Sector real		2004	2005	2006	2007	
PBI	millones U\$S	13.215	16.796	19.317		
Variación real PBI	%	12,3	6.60	7,0	Ac. Set/07	6,7
Precios		2004	2005	2006	2007	
Inflación minorista IPC	%	7,59	4,90	6,38	Ac. Dic/07	8,5
Inflación mayorista IPPN	%	5,07	-2,19	8,23	Ac. Dic/07	16,07
Variación tipo de cambio	%	-10,05	-8,52	1,24	Ac. Dic/07	-11,86
Unidad Indexada	\$	1,4349	1,5053	1,5964	Dic/07	1,7338
Unidad Reajutable	\$	248,68	272,43	299,17	Dic/07	340,68
Novillo gordo en pie	U\$S/Kg	0,877	0,888	0,982	Dic/07	1,115
Mercado de trabajo		2004	2005	2006	2007	
Tasa de desempleo	%	13,1	12,2	9,1	Oct/07 <sup>(1)</sup>	8,5
Variación Salario Real	%	2,9	4,5	3,7	Ac. Nov/07	4,27
Sector monetario		2004	2005	2006	2007	
Depósitos Sector no Financiero	miles U\$S	8.406	8.954	9.751	Dic/07	10.899
Activos de reserva	millones U\$S	2.512	3.078	3.091	Dic/07	4.112
Interés activo promedio U\$S <sup>(2)</sup>	%	6,7	7,0	7,5	Nov/07	6,6
Interés activo promedio \$ <sup>(2)</sup>	%	20,3	12,4	10,3	Nov/07	11,3
Interés pasivo promedio U\$S	%	1,1	1,6	2,1	Nov/07	2,1
Interés pasivo promedio \$	%	4,4	2,1	2,3	Nov/07	4,5
Riesgo país	puntos básicos	386	292	185	Dic/07	234
Sector fiscal		2004	2005	2006	2007	
Resultado fiscal global / PBI		-2,0	-0,7	-0,8	12 m. Jun/07	0,2
Resultado primario / PBI	%	4,0	3,9	3,6	12 m Jun/07	4,3
Deuda Pública Bruta	millones U\$S	13.322	13.944	13.711	Jun/07	15.605
Deuda pública bruta / PBI	%	101	83	71	Jun/07	75,8
Sector externo		2004	2005	2006	2007	
Exportaciones FOB <sup>(3)</sup>	millones U\$S	2.931	3.405	3.952	Ac. Dic/07 <sup>(3)</sup>	4.612
Importaciones CIF	millones U\$S	3.114	3.879	4.775	Ac. Dic/07	5.486
Variación tipo de cambio real	%	-7,50	-8,90	4,49	Ac. Dic/07	-11,86

## Indicadores económicos

Internacional		2004	2005	2006	2007	
Interés de referencia Fed	%	2,25	4,25	5,25	Dic/07	4,25
Libor en dólares 180 días	%	2,79	4,70	5,37	Dic/07	4,65
Rendimiento bono USA 10 años	%	4,24	4,39	4,7	Dic/07	4,04
Precio del petróleo (WTI)	U\$\$/barril	43,36	61,06	60,53	Dic/07	96,12

Argentina		2004	2005	2006	2007	
PBI	millones U\$\$	153.185	177.300	218.000		
Variación real PBI	%	9,0	9,2	8,5	Ac. Set/07	8,7
Inflación	%	6,10	12,30	9,8	Ac Nov/07	7,5
Tipo de cambio	\$/U\$\$	2,97	3,03	3,06	Dic/07	3,153
Exportaciones	millones U\$\$	34.550	40.013	46.569	Ac. Nov/07	50.266
Importaciones	millones U\$\$	22.445	28.692	34.159	Ac. Nov/07	40.898
Riesgo país	puntos básicos	4.707	504	215	Dic/07	401

Brasil		2004	2005	2006	2007	
PBI	millones U\$\$	603.994	794.375	1.122.000		
Variación real PBI	%	4,94	2,30	3,7	Ac. Set/07	5,3
Inflación	%	7,60	5,69	3,14	Dic/07	4,46
Tipo de cambio	\$/U\$\$	2,65	2,34	2,134	Dic/07	1,771
Exportaciones	millones U\$\$	96.475	118.308	137.470	Oct/07	132.367
Importaciones	millones U\$\$	62.835	73.551	91.396	Oct/07	97.991
Riesgo país	puntos básicos	383	311	192,06	Dic/07	213

- (1) En base a nueva metodología, según la ECHA
- (2) A empresas
- (3) Solicitudes de exportación

La información contenida en esta Circular es de naturaleza general y no tiene el propósito de abordar las circunstancias de ningún individuo o entidad en particular. Aunque procuramos proveer información correcta y oportuna, no puede haber garantía de que dicha información sea correcta en la fecha que se reciba o que continuará siendo correcta en el futuro. Nadie debe tomar decisiones basadas en dicha información sin el debido asesoramiento profesional después de un estudio detallado de la situación en particular. Las ideas y opiniones expresadas son de los autores y no necesariamente representan las ideas y opiniones de KPMG.

### KPMG

Plaza de Cagancha 1335 Piso 7 – Tel. 902.4546 – e-mail: [economia@kpmg.com.uy](mailto:economia@kpmg.com.uy)

**Personas de contacto:** Cr. Rodrigo Ribeiro - Ec. Marcelo Sibille