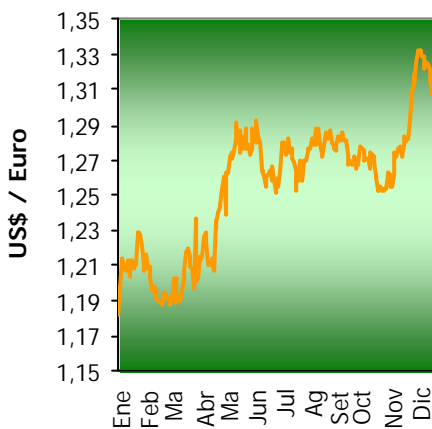
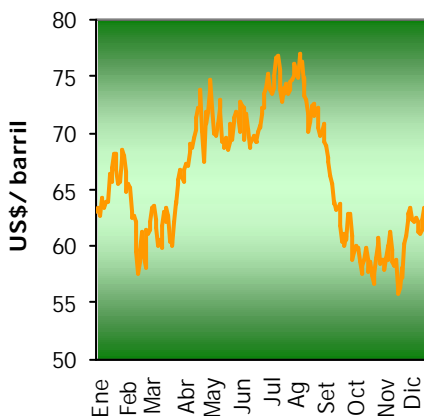


Cotización del Euro



Fuente: BCU

Precio barril de petróleo WTI



Fuente: Energy Information Administration

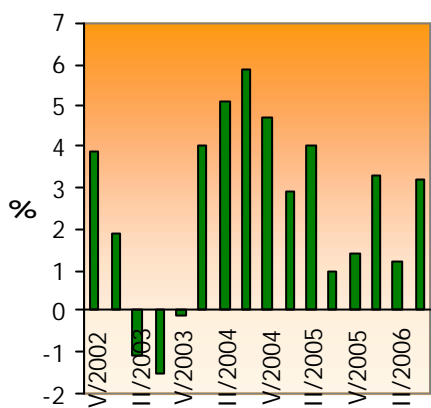
## Internacional

En los últimos meses se ensanchó la brecha existente entre las tasas de interés en el mundo desarrollado, ya que mientras EEUU mantuvo la suya fija, en la Unión Europea continuó el proceso de aumento de tasas (actualmente en 3,5%). Paralelamente, la economía estadounidense registró síntomas de desaceleración por varios flancos. Uno de ellos es el enfriamiento del mercado inmobiliario, con tasas de crecimiento del precio de los inmuebles decrecientes. La industria manufacturera también muestra señales de enfriamiento, como la caída mensual de las órdenes por bienes manufacturados en 4,7% registrada en octubre (la mayor caída desde julio de 2000). A su vez, en el sector de la construcción se percibe una caída en el número de empleos, y se espera que sea aún mayor a la luz de la fuerte disminución en los permisos emitidos para construir nuevas viviendas que se verificó en los últimos meses. Por otra parte, la economía europea muestra síntomas de mayor vitalidad, con lo cual el dólar registró una depreciación frente al euro, y cotiza en el menor nivel en lo que va del año (el último empuje alcista del euro se debió a los rumores por parte de algunos bancos centrales asiáticos de que en el corto plazo podrían deshacer parte de su posición en dólares).

La desaceleración que se insinúa en la economía llevó a los mercados a esperar una reducción de la tasa de interés de corto plazo (actualmente en 5,25%). Sin embargo, la Reserva Federal mostró una preocupación por los niveles de inflación que no se compadece con futuras reducciones de tasas. La cautela de la Fed radica en que la inflación subyacente se encuentra por encima del techo deseado de 2% (2,7% en los últimos doce meses a octubre). Estos temores se hicieron más tangibles luego de la publicación de la inflación mayorista en noviembre por un 2%, constituyéndose en la mayor alza mensual en los últimos 32 años.

Por su parte, el petróleo continúa mostrando síntomas de muy elevada volatilidad. Luego de alcanzar niveles máximos históricos de US\$ 77 a comienzos de agosto, experimentó un fuerte declive hasta situarse en US\$ 56 a mediados de noviembre. Luego experimentó un leve ajuste al alza tras el anuncio de la OPEP de recorte de 500.000 barriles diarios a partir de febrero (que se sumó a otra contracción de 1,2 millones dispuesta en noviembre aunque la reducción efectiva no había llegado a los 800.000), y actualmente el WTI cotiza a US\$ 63 en el mercado internacional.

**PBI Trimestral**



(\*) Variación en relación al mismo período del año anterior

Fuentes: IBGE - Banco Central de Brasil

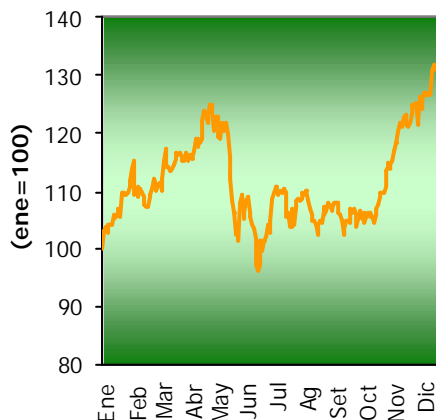
## Brasil

El Banco Central de Brasil volvió a conformar las expectativas de los analistas al aplicar una nueva rebaja de 0,5 punto porcentual sobre la tasa de interés de referencia, Selic, que quedó en 13,25% anual, luego de la última reunión del COPOM en 2006. La Selic viene sufriendo recortes desde setiembre del año pasado, cuando estaba 19,5% debido al bajo riesgo de inflación observado en los últimos meses, y se descarta que la variación de precios al cierre del año estará por debajo del 4,5% fijado como meta por el gobierno. Asimismo, el mercado prevé que el ritmo de reducción de las tasas será menor a partir del año que viene, ya que el COPOM ha dado señales de una conducción más conservadora de la política monetaria en sus últimas actas. La previsión es que la tasa básica llegue a finales de 2007 en 12%. Por su parte, luego del decepcionante aumento interanual del 1,2% del PBI en el segundo trimestre, se agregó un alza de 3,2% en el tercero. De todas formas, siguen siendo tasas de crecimiento muy bajas para el potencial de la economía brasileña, y el Ministro de Hacienda Guido Mantega anunció que la previsión de crecimiento para todo el año, de 3,2% del PBI, podría ser revisada a la baja.

## Argentina

Argentina continúa exhibiendo un crecimiento económico excepcional. El último dato del Estimador Mensual de Actividad Económica indica un alza de 9,3% en octubre frente al mismo mes del año anterior (la mayor alza interanual en lo que va del año). A su vez, el aumento del nivel de actividad determina un crecimiento de la recaudación sin precedentes que contribuye a generar un holgado superávit fiscal, pese a que el gasto público también crece de manera importante. Las reservas internacionales crecieron casi un 70% desde el pago por cancelación de la deuda con el FMI, y se ubican por encima de los US\$ 31.000 millones. Por otra parte, a lo largo del año se produjeron ingentes ingresos de capitales del exterior para posicionarse en bonos públicos indexados a la inflación o a la tasa de crecimiento del PBI, con la tranquilidad de que la posición fiscal es muy holgada y el tipo de cambio es prácticamente fijo, lo cual asegura una buena rentabilidad medida en dólares. Paralelamente, el índice accionario Merval superó los 2.000 puntos por primera vez en la historia. La única preocupación de corto plazo que tiene el gobierno es la falta de abastecimiento de energía eléctrica. Al respecto, las restricciones de precios determinaron una falta de inventivos a invertir, lo cual llevó a que se registraran apagones en diciembre, cuando recién comienza el verano.

**Merval**



## Uruguay

### Actividad



El comportamiento del PBI en los primeros nueve meses de 2006 permite augurar un crecimiento que superará al registrado en 2005. En enero-setiembre el producto creció un 7% frente al mismo período del año anterior. Desde el punto de vista de la oferta, dicho crecimiento fue impulsado por la Industria Manufacturera (exportaciones agroindustriales y mayor demanda interna), “Construcción” (impulso de las obras en Montevideo, Maldonado y Río Negro), y el sector de “Transporte y Comunicaciones” (principalmente las comunicaciones donde se destaca la telefonía celular). El sector “Comercio, Restaurantes y Hoteles” registra un crecimiento algo menor, por la menor actividad en restaurantes y hoteles que está ligado a la caída del gasto real medio de los turistas. Por su parte, en “Electricidad, Gas y Agua” se detecta una caída por las restricciones al consumo llevadas a cabo a raíz de la sequía que afectó al país hasta mediados del tercer trimestre.

Por el lado de la demanda, el aumento del PBI fue impulsado por el gasto en consumo interno (principalmente del sector privado) en 7,5%, y también por las inversiones en capital fijo, tanto del sector público (44,3%) como del sector privado (25,8%). A su vez, las exportaciones de bienes y servicios crecieron un 10,3% frente a enero-setiembre de 2005.

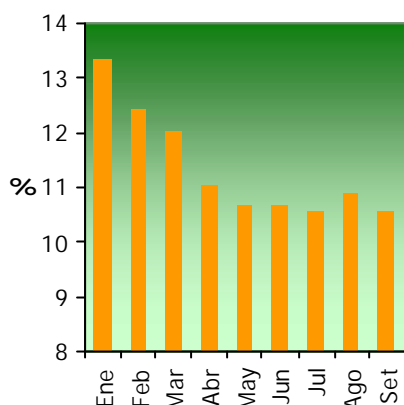


Por otra parte, la variación desestacionalizada del tercer trimestre con relación al segundo fue de 0,9%, que si bien continúa estando por encima de la media histórica, denota una desaceleración frente a las tasas de crecimiento registradas con anterioridad (de hecho, es la segunda tasa más baja desde la salida de la crisis a comienzos de 2003). Un factor que incidió en esta desaceleración fue la industria manufacturera, que experimentó una caída del 0,5% frente al segundo trimestre. A su vez, el índice de volumen físico de la industria manufacturera a octubre muestra una reducción del 2,8% frente al mismo mes del año anterior (si se extrae el efecto de la refinería se verifica un aumento, pero de apenas 0,8%). Por estos motivos, es muy posible que el crecimiento global del PBI para 2006 se ubique por debajo del 7,2% que esperaban en promedio los analistas al mes de noviembre.

### Empleo y salarios

El aumento del nivel de actividad tiene su correlato en una mayor demanda de trabajo que al tercer trimestre registró el nivel más alto el año. El crecimiento de la tasa de empleo se registró más fuertemente en Montevideo, mientras que en el interior permaneció relativamente estable. A su vez, el aumento de la demanda vino acompañado por una mayor oferta, motivo por el cual en el tercer trimestre el desempleo mostró una estabilidad (10,7%), a pesar de venir descendiendo en tendencia. El descenso del desempleo se registra más plenamente en Montevideo, mientras que en el interior urbano el aumento de la oferta inhibió la caída.

Tasa de Desempleo\*



(\*) Total del país  
Fuente: ECHA, INE

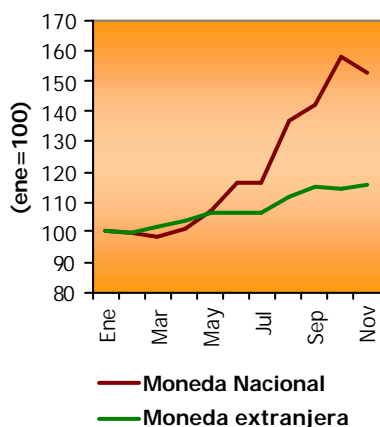
da. A su vez, el mercado de trabajo muestra mayor dinamismo en los hombres que en las mujeres, y también en los mayores de edad que en los menores de 25 años.

Luego del estancamiento verificado luego de los últimos ajustes salariales de enero, el salario real verificó una mejora en setiembre y octubre de 0,3% y 1,2% respectivamente, como consecuencia de los laudos provenientes de la segunda ronda de los Consejos de Salarios, aunque también contribuyó la disminución de precios en octubre. De esta forma, los salarios reales lograron acumular en lo que va del año un alza de 3,2% y de 3,6% en los 12 meses finalizados en octubre. A pesar de esta recuperación, el salario real todavía se encuentra 14% por debajo de los niveles anteriores a la crisis. Por otra parte, si se desagrega el salario real, se observa un aumento acumulado de 3,8% en el caso de los privados, mientras que la recuperación para el sector público fue menor, alcanzando 1,8%.

## Inflación

El comportamiento de los precios hasta el mes de setiembre fue tal que ningún analista creía que la inflación anual a diciembre cerraría dentro de la meta del BCU (entre 4,5% y 6,5%). Sin embargo, el factor exógeno 'petróleo' que hasta agosto venía jugando a favor, se revirtió a partir de setiembre, y la cotización del crudo en los mercados internacionales registró una sensible reducción que permitió a ANCAP reducir las tarifas de los combustibles. En consecuencia, el IPC en promedio registró una leve caída en octubre y permaneció estable en noviembre, con lo cual la inflación esperada en noviembre promedio se ubicó dentro de la meta por primera vez desde febrero de 2006 de acuerdo a las expectativas relevadas por el BCU.

Créditos otorgados por el Sector Privado

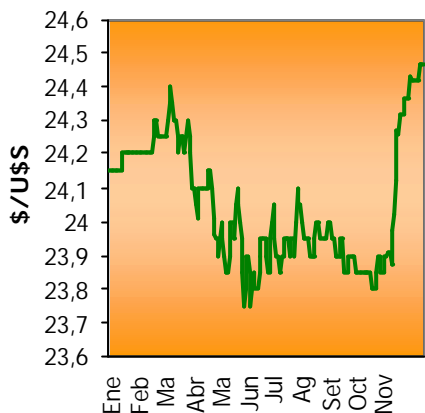


Fuente: BCU

## Sector financiero

Los depósitos del sector no financiero en los bancos privados, continúan mostrando un crecimiento gradual, alcanzando un alza de 11,52% entre enero y noviembre. Sin embargo, se mantiene un fuerte perfil de corto plazo, debido a que mientras los depósitos a plazo aumentaron solo 3,6%, los depósitos a la vista lo hicieron en 14,6%, resultando de esta forma el 73% del total depósitos. Por su parte, el incremento del total de depósitos, se explica en su mayoría por residentes, creciendo en lo que va del año 13%, mientras que los de no residentes lo hicieron en sólo 3%. Por otra parte, el crédito otorgado por la banca privada continuó registrando un crecimiento, presentando un incremento de 20% en lo que va del año. A pesar de que los créditos en moneda nacional registraron mayor crecimiento (50%), continúan siendo en moneda extranjera la mayoría de los créditos otorgados.

Tipo de Cambio



Fuente: BCU

## Sector monetario y cambiario

La cotización del dólar en la plaza financiera local mostró una estabilidad con tendencia a la baja desde agosto hasta mediados de noviembre, con un sector privado ofreciendo divisas que eran demandadas por el BROU que en muchos casos compraba antes del cierre para mantener la cotización. Sin embargo, a mediados de noviembre el BCU –tal como había anunciado- retomó las compras de dólares, y el tipo de cambio se elevó hasta alcanzar en diciembre máximo nivel del año. Por su parte, el BCU ratificó su política monetaria y la meta de inflación de entre 4,5% y 6,5% en los próximos dieciocho meses. Finalmente, cabe destacar que los activos de reserva experimentaron una fuerte reducción tras haberse cancelado la deuda con el FMI. De todas formas, se encuentran en el orden de los US\$ 2.750 millones, es decir un nivel muy aceptable que triplica la base monetaria.

## Sector fiscal

El resultado primario del sector público en los últimos 12 meses finalizados a octubre fue de 3,7% del PBI, alineado con la meta para 2006. En los primeros 10 meses del año, los ingresos del sector público no financiero crecieron 5,9% en términos reales frente al mismo período del año anterior, como consecuencia de un aumento del 28,3% del IRP, seguido por una mayor recaudación por parte de la DGI (9%). Por su parte los ingresos del BPS aumentaron 12%, que fue neutralizado por la caída del 28% del superávit primario de las empresas públicas. Paralelamente, el gasto primario creció 7,7% en términos reales, destacando el crecimiento que presentó el componente inversión pública, que aumentó 26,5%. Vale la pena destacar, que se comenzó a incluir a las intendencias en la medición de los resultados (usualmente divulgados con dos meses de posterioridad), registrando un resultado positivo en los 12 meses cerrados a octubre, de US\$ 82 millones, cifra clave para alcanzar el superávit mencionado al inicio. A su vez, la Ley de Rendición de Cuentas contempla un aumento del gasto de US\$ 300 millones a partir de 2007, el cual más del 40% tendrá un componente transitorio pues consiste en inversión en infraestructura. En otro orden, cabe destacar la cancelación de créditos realizada a principios de noviembre por US\$ 1.079 millones con el FMI, que vencían en agosto de 2007 y noviembre 2010, así como también la exitosa colocación de deuda en los mercados internacionales realizada en setiembre, llevando a que Standard & Poor's premiara esta actitud y decidiera un aumento en la calificación de los bonos de largo plazo en moneda local y extranjera de "B" a "B+". Más recientemente, Moody's elevó en dos escalones la calificación de B3 a B1 situándola a cuatro escalones del grado de inversión.



## Indicadores económicos

Uruguay						
Sector real		2003	2004	2005	2006	
PBI	millones U\$S	11.191	13.215	16.796		
Variación real PBI	%	2,2	12,3	6.60	Ene-Set06/Ene-Set05	7
Precios		2003	2004	2005	2006	
Inflación minorista IPC	%	10,19	7,59	4,90	Ac. Nov/06	5,98
Inflación mayorista IPPN	%	20,52	5,07	-2,19	Ac. Nov/06	7,42
Variación tipo de cambio	%	7,30	-9,15	-11,02	Ac. Nov/06	-1,33
Unidad Indexada	\$	1,3254	1,4349	1,5053	Dic/06	1,5964
Unidad Reajutable	\$	224,67	248,68	272,43	Dic/06	299,17
Novillo gordo en pie	U\$S/Kg	0,831	0,877	0,888	Nov/06	1,031
Mercado de trabajo		2003	2004	2005	2006	
Tasa de desempleo	%	16,9	13,1	12,2	Set/06 <sup>(1)</sup>	10,5
Variación Salario Real	%	-3,4	2,9	4,5	Ac. Oct/06	3,15
Sector monetario		2003	2004	2005	2006	
Depósitos Sector no Financiero	miles U\$S	7.827	8.406	8.954	Nov/06	9.671
Activos de reserva	millones U\$S	2.087	2.512	3.078	Nov/06	2.832
Interés activo promedio U\$S <sup>(2)</sup>	%	8,1	6,7	7,0	Oct/06	7,8
Interés activo promedio \$ <sup>(2)</sup>	%	28,5	20,3	12,4	Oct/06	10,4
Interés pasivo promedio U\$S	%	1,2	1,1	1,6	Oct/06	2,0
Interés pasivo promedio \$	%	7,3	4,4	2,1	Oct/06	2,2
Riesgo país	puntos básicos	636	386	292	Nov/06	225
Sector fiscal		2003	2004	2005	2006	
Resultado fiscal global / PBI	%	-3,2	-2,0	-0.4	12 meses a Jun/06	-0,9
Resultado primario / PBI	%	2,9	4,0	4.1	12 meses a Jun/06	3,6
Deuda Pública Bruta	millones U\$S	12.163	13.329	13.994	Jun/06	14.512
Deuda pública bruta / PBI	%	109	100	83	12 meses a Jun/06	79,2
Sector externo		2003	2004	2005	2006	
Exportaciones FOB	millones U\$S	2.206	2.931	3.405	Ac. Nov/06 <sup>(3)</sup>	3.769
Importaciones CIF	millones U\$S	2.190	3.114	3.879	Ac. Nov/06	4.423
Variación tipo de cambio real	%	21,70	-7,50	-8,90	Ac. Nov/06	2,03

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

## Indicadores económicos

Internacional		2003	2004	2005	2006	
Interés de referencia Fed	%	1,00	2,25	4,25	Nov/06	5,25
Libor en dólares 180 días	%	1,22	2,79	4,70	Nov/06	5,34
Rendimiento bono USA 10 años	%	4,27	4,24	4,39	Nov/06	4,46
Precio del petróleo (WTI)	U\$\$/barril	32,51	43,36	61,06	Nov/06	62,97

Argentina		2003	2004	2005	2006	
PBI	millones U\$\$	129.631	153.185	182.068		
Variación real PBI	%	8,8	9,0	9,2	Ene-Set06/Ene-Set 05	8,4
Inflación	%	3,70	6,10	12,30	Ac. Nov/06	8,8
Tipo de cambio	\$/U\$\$	2,94	2,97	3,03	Nov/06	3,069
Exportaciones	millones U\$\$	29.566	34.550	40.013	Ac. Nov/06	42.333
Importaciones	millones U\$\$	13.834	22.445	28.692	Ac. Nov/06	31.404
Riesgo país	puntos básicos	5.739	4.707	504	Nov/06	298

Brasil		2003	2004	2005	2006	
PBI	millones U\$\$	506.784	603.994	794.375		
Variación real PBI	%	0,54	4,94	2,30	Ene-Set 06/Ene-Set 05	2,5
Inflación	%	9,30	7,60	5,69	Ac. Nov/06	2,65
Tipo de cambio	\$/U\$\$	2,90	2,65	2,34	Nov/06	2,164
Exportaciones	millones U\$\$	73.084	96.475	118.308	Ac. Nov/06	125.236
Importaciones	millones U\$\$	48.305	62.835	73.551	Ac. Nov/06	84.154
Riesgo país	puntos básicos	463	383	311	Nov/06	223

La información aquí contenida 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 recibe 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