



Credicorp Ltd.





En el 2003 logramos consolidar nuestros negocios, haciendo más rentables las relaciones con nuestros clientes a través de una mayor oferta de productos y servicios, y un crecimiento ordenado en beneficio de ellos

In 2003 we managed to consolidate our businesses, which enabled us to become more profitable in our relationship with our costumers, resulting from a broader supply of products and services and orderly growth in their benefit

Entorno Económico y Financiero

Economic and Financial Environment



El oro y el euro se convirtieron en mejores

opciones de inversión, aumentando su cotización

Gold and the Euro became better investment

options as their prices rose

17

Economía Internacional

En el 2003 la economía global, influenciada principalmente por la recuperación económica de Estados Unidos, mostró mayor dinamismo. Sin embargo, a pesar de que las principales variables económicas mostraron una significativa recuperación, existen dudas acerca de cuán sostenido sería este crecimiento debido a que su mercado laboral continúa débil, aunque ha mostrado una mejora en el último trimestre del 2003.

La recuperación global implicó una mejora en los niveles de producción industrial y una mayor demanda de metales, que ocasionó una significativa alza internacional en sus precios. Paralelamente, los desequilibrios fiscales y externos de la economía norteamericana generaron un incremento de las tasas de interés, que restó atractivo a los Bonos del Tesoro Americano, y convirtió al oro y al euro en mejores opciones de inversión, aumentando sus cotizaciones.

La menor inflación global, debido a la existencia de capacidad ociosa, y la mayor competitividad de las empresas por la globalización, le permitieron a la Reserva Federal de Estados Unidos aplicar una política monetaria expansiva. Esto originó que la tasa de interés de referencia se mantuviera en uno de los niveles más bajos de los últimos 40 años, dando mayor impulso al crecimiento económico.

La alta liquidez y las bajas tasas de interés llevaron a los inversionistas a buscar alternativas de inversión más riesgosas, pero con rendimientos atractivos; esta situación produjo una gran demanda por instrumentos financieros de países emergentes. Esta tendencia redujo el *spread* de riesgo para estos activos y elevó el flujo de capitales hacia ellos.

Se espera que en el 2004 la economía global mantenga su dinamismo, y que se

International Economy

During 2003, the global economy showed greater growth due principally to the economic recovery in the United States. Despite the fact that the principal economic variables showed significant recovery, employment failed to register a similar behavior and companies continued cutting personnel. Still, there were some signs of improvement in the last quarter.

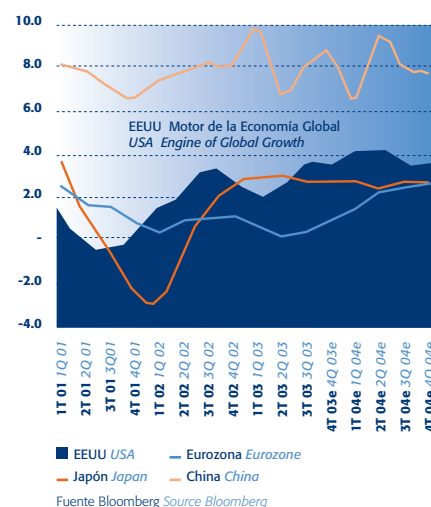
Global recovery implied improved industrial production levels and a higher demand for metals such as zinc, copper and tin, generating a significant increase in international prices. Simultaneously, fiscal and external imbalances in the US economy increased interest rates, reducing the attractiveness of the US Treasury Bonds and turning gold and the Euro into better

options for investments; the value of both gold and the Euro increased.

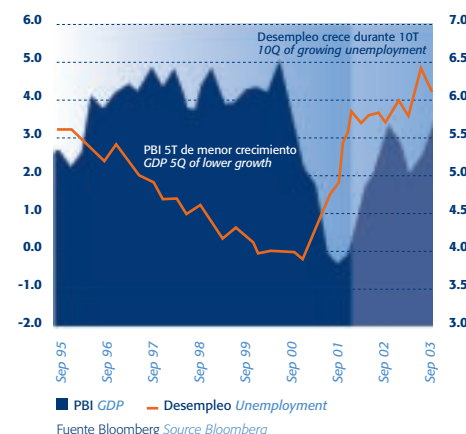
The slower global pace of inflation, resulting from idle capacity and increased company competitiveness due to globalization, allowed the US Federal Reserve to apply an expansive monetary policy. As a result, the referential interest rate was maintained at the lowest level in the last 40 years, providing greater momentum for economic growth.

High liquidity and low interest rates led investors to seek for investment alternatives with attractive returns and higher risks, which translated into a strong demand for financial instruments from emerging markets. This tendency produced a decrease in the risk spread for these assets and increased capital flows to them.

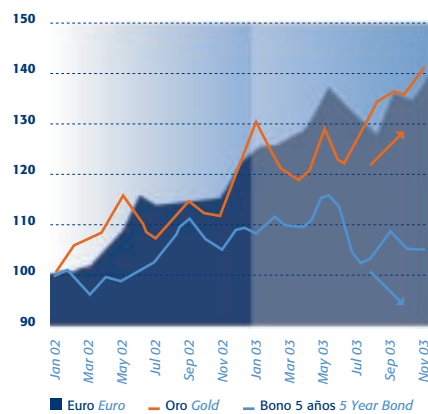
PBI de Economías Líderes (Var % Anual)
GDP Leading Economies (% Chg YoY)



EEUU: PBI vs Desempleo (Var % Anual)
USA: GDP vs Unemployment (% Chg YoY)

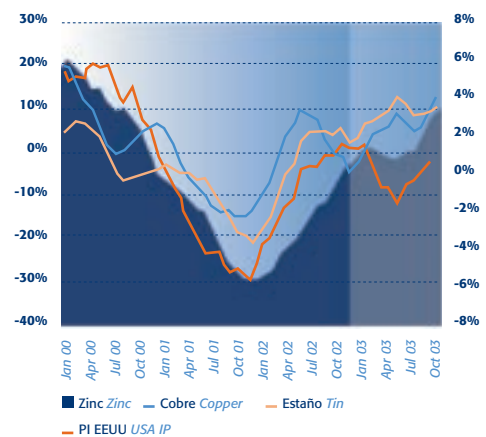


Oro, Euro y Bonos Tesoro EEUU
(Enero 2000 = 100)
Gold, Euro and USA Treasury Bonds
(January 2000 = 100)



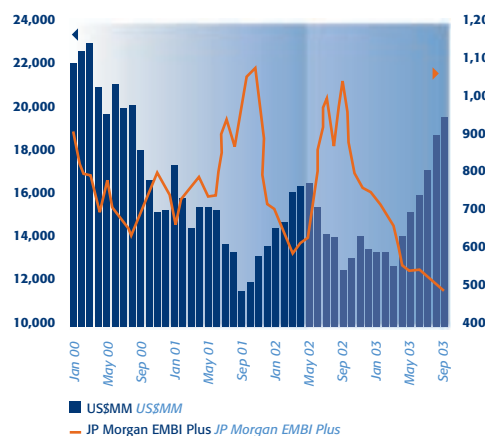
Fuente: Bloomberg Source: Bloomberg

Prod. Ind. EEUU vs Metales (Var % Anual)
USA - Industrial Production vs
Commodity Prices (% Chg YoY)



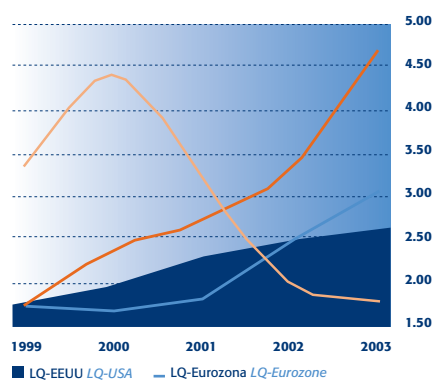
Fuente: Bloomberg Source: Bloomberg

EMBI vs Asignación de Activos
hacia EM (US\$MM)
EMBI vs Asset Allocations
towards EM (US\$MM)



Fuente: Investment Company Institute y Bloomberg.
Montos corresponden al total de activos invertidos en mercados emergentes al mes de Octubre de 2003.
Source: Investment Company Institute and Bloomberg. Volumes correspond to total assets invested in emerging markets in October 2003.

Liquidez (M3) vs Tasas^{1/}
(Liquidez 1999 = 100)
Liquidity (M3) vs Interest Rates^{1/}
(Liquidity 1999 = 100)



^{1/} Tasa de interés de economías avanzadas
Fuente: FMI
^{1/} Interest rates in developed economies
Source: FMI

Principales Indicadores Externos en América Latina

External Indicators in Latin America

	2001	2002	2003
Déficit en Cuenta Corriente (% del PBI)			
<i>Current Account Deficit (% of GDP)</i>	-2.7	-0.6	0.5
Devaluación(%)			
<i>Devaluation (%)</i>	4.3	24	-5.7
Reservas Internacionales (meses de importaciones)			
<i>International Reserves (months of imports)</i>	5.9	6.3	7.5
Deuda Externa (% del PBI)			
<i>External Debt (% of GDP)</i>	36.9	44.1	43.8

19

incrementen las tasas de interés como efecto de los altos déficits fiscales y monetarios (que continuarían en el 2004), aunque de manera limitada por el débil mercado laboral y la baja inflación.

Economía Latinoamericana

Los acontecimientos actuales de la economía mundial tienen una repercusión directa en Latinoamérica: las altas cotizaciones de los metales y las diferentes políticas de integración comercial (tratados de libre comercio, el ATPDEA) han producido un significativo crecimiento de las exportaciones latinoamericanas.

El *boom* exportador, el mayor flujo de capitales hacia países emergentes y la devaluación del dólar han ocasionado el fortalecimiento de las monedas en la región, induciendo a gran parte de los bancos centrales a intervenir en el mercado cambiario para evitar que un excesivo reforzamiento del tipo de cambio disminuya la competitividad de sus exportaciones (especialmente las no tradicionales) y así ganar fortalecimiento externo como producto de la mayor acumulación de reservas internacionales. Ambos factores (estabilidad cambiaria e incremento de la competitividad) han llevado a la disminución de la inflación en la región, incidiendo favorablemente en las tasas de interés y en el crecimiento.

En el ámbito fiscal, la década del noventa se caracterizó por un descontrolado crecimiento del gasto público, lo cual obligó a las economías a enfrentar el inicio del ciclo contractivo de fines de la década pasada con situaciones fiscales sumamente precarias. Esta situación se ha complicado aún más debido a las enérgicas demandas sociales, producto de la crisis económica

In 2004 the global economy is expected to maintain its dynamism with a slight increase in interest rates generated by high fiscal and monetary deficits that will continue into 2004, although limited by high levels of unemployment and low inflation.

Latin American Economy

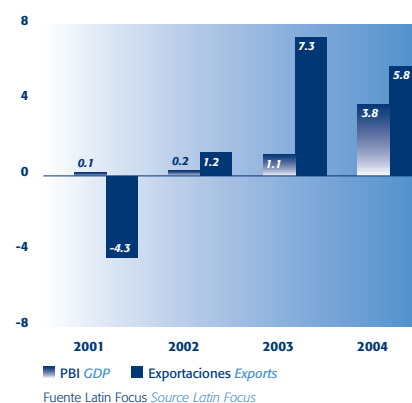
Economic events worldwide continue to directly affect Latin America. The high prices for metals and trade integration policies (free trade agreements, ATPDEA) have brought about a significant increase in Latin American exports.

Latin American currencies have been strengthened by the export boom, higher capital flows towards developing countries and the devaluation of the dollar, gaining

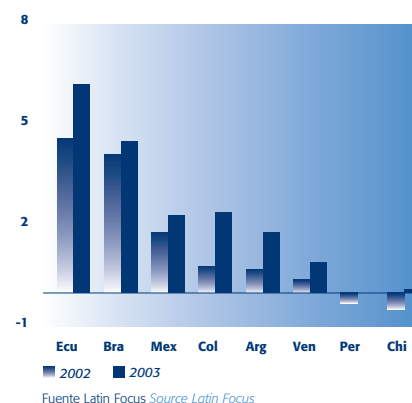
external strength due to a higher accumulation of foreign currency reserves. This situation has forced many central banks to intervene in the exchange market in order to avoid excessive strengthening of their local currency, and thus avoid the possible reduction on exports' competitiveness (particularly non-traditional). Exchange rate stability and higher competitiveness have led to lower inflation rates in the region, with a positive impact on interest rates and growth.

On the fiscal side, the 90s were characterized by uncontrolled growth in public spending. At the end of the decade, this situation forced economies to face the beginning of a contracting cycle coupled with highly precarious fiscal situations. This difficulty has been further complicated by the strong social demands present in many

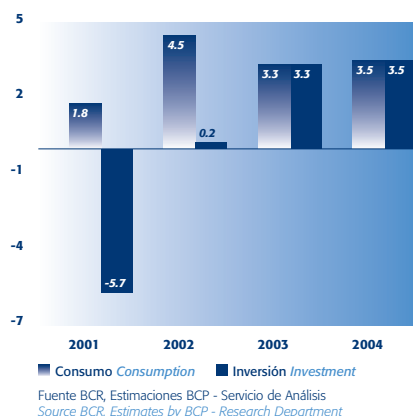
Crecimiento y Exportaciones en AL (Var % Anual) Exports and GDP in LA (% Chg YoY)



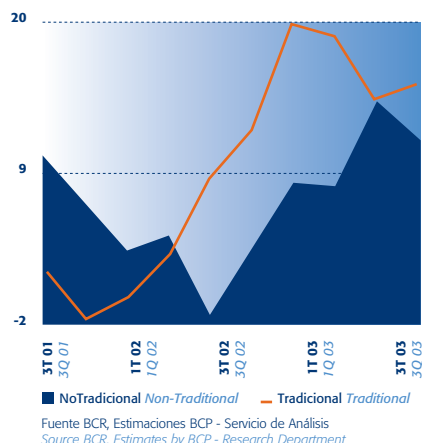
América Latina - Resultado Primario del Gobierno Central (% del PBI) Latin America - Central Government Primary Surplus (% of GDP)



**Consumo e Inversión Privadas
(Var % Anual)**
*Private Consumption and Investment
(% Chg YoY)*



**Exportaciones Tradicionales y No Tradicionales
(Var % Anual)**
*Traditional and Non-traditional Exports
(% Chg YoY)*



y de la percepción de algunos sectores políticos de que esta es producto del “modelo económico” —caracterizado por la estabilidad macroeconómica, la apertura externa, la liberalización financiera y las privatizaciones— aplicado durante esa década. Estas dificultades estarían retrasando las reformas necesarias para garantizar las inversiones y la sostenibilidad fiscal de largo plazo.

Sin embargo, la necesidad de capital fresco para aprovechar el favorable contexto de alta liquidez internacional, hacer posible la atención de los programas sociales y las inversiones mínimas necesarias para el despegue de las economías, ha llevado a los gobiernos (a excepción del de Argentina) a aplicar políticas fiscales responsables que aseguren su sostenibilidad con superávits fiscales primarios que alivien la carga de los altos niveles de deuda.

Economía Peruana

No obstante la ligera desaceleración de la economía, el crecimiento del PBI en el 2003 fue de 4.0%. Este resultado responde, por segundo año consecutivo, no solo al incremento del consumo privado y público (representan más del 80% del PBI), sino también a una leve recuperación de la inversión. Este dinamismo sería principalmente efecto de la implementación del proyecto del gas de Camisea y de grandes proyectos mineros, mas no de una reactivación generalizada de la inversión, estancada aun por la inestabilidad política. Además, el crecimiento del Fondo Mivivienda agilizó al sector construcción y contribuyó a la movilidad de la inversión y la economía.

countries, resulting from an economic crisis and the perception, by some political sectors, that this crisis was a break with the “economic model” applied in the last decade, in which macro economic stability, the opening up of the economy, financial liberalization and privatizations were important elements. These pressures could delay the reforms needed to guarantee investments and fiscal sustainability in the long term.

Notwithstanding, Governments in the region (except Argentina)—driven by the necessity for fresh capital to take advantage of the favorable external context associated with high international liquidity, see to social programs and guarantee the minimum necessary investments for economic take-off—have begun to enforce responsible fiscal policies aimed at achieving sustainability

through primary fiscal surpluses that relieve the burden caused by high Latin American debt levels.

Peruvian Economy

Despite a slight slowdown in the economy, the yearly-adjusted GDP growth in 2003 was 4.0%, after 3% growth (for the second consecutive year) in private and public consumption (representing more than 80% of GDP) and higher investment. The dynamism of this recovery was due principally to the Camisea gas project and other large mining ventures. However, investment generally remained stagnant due to political instability. Additionally, Fondo Mivivienda contributed to the dynamism in investment and economic growth. This fund grew 63.7%, adding momentum to the construction sector.

**En el Perú, las exportaciones se constituyeron
como uno de los sectores líderes**

Peruvian exports became a leading sector

21

Por otro lado, las exportaciones se constituyeron en un sector líder, creciendo en el 2003 a un ritmo cercano a 17%, con un comportamiento similar en las exportaciones tradicionales y en las no tradicionales. Las primeras se han visto beneficiadas por una coyuntura internacional favorable —recuperación de la economía mundial y mayor demanda por minerales—, mientras que las segundas vienen recuperándose principalmente por el ATPDEA y el restablecimiento de la economía estadounidense.

La abundancia relativa de moneda extranjera, sumada al debilitamiento del dólar frente a otras monedas fuertes, vienen presionando a la apreciación del nuevo sol, la cual ha incidido también en una baja inflación, que se ha ubicado por segundo año consecutivo en el tramo inferior de la meta del Banco Central de Reserva—BCR. A lo largo del año, esta entidad adquirió más de US\$ 1,000 millones para moderar la revaluación.

Asimismo, las metas fiscales fueron cumplidas mediante el aumento de impuestos y no por la eficiencia del gasto público. Un ejemplo de ello es que a lo largo del 2003, aunque se contrajo el gasto de capital, se incrementó el gasto corriente (salarios y pensiones del sector público). Además, a partir de marzo del 2004 entró en vigencia el Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF), el cual, si bien ayudará a incrementar la recaudación, lo haría al costo de reducir la intermediación financiera y de disminuir el grado de efectividad de la política monetaria, pues se incrementaría la preferencia por circulante y, por ende, caería el multiplicador bancario.

Sin embargo, a pesar del incremento en la recaudación, se mantiene una sólida presencia de exoneraciones en los ingresos corrientes del Gobierno Central.

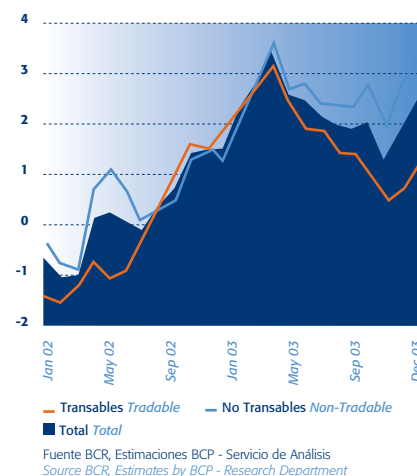
Exports constituted one of the leading sectors, growing at a rhythm close to 17% in dollars in 2003. A similar behavior was seen in traditional and non-traditional exports. The former benefited from a favorable international climate, resulting from the international economic recovery and a higher demand for minerals, whereas a recovery in non-traditional exports was principally due to the ATPDEA agreement and the economic recovery in the United States.

There has been pressure for an appreciation of the local currency because of the relative abundance of foreign currency and a weaker dollar against other strong currencies. The sol remained at levels similar to 1999. The strength of the local currency has also resulted in a low inflation rate, which, for the second

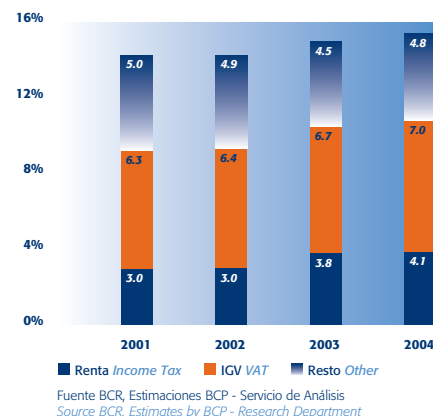
consecutive year, was below the lower end of the Central Reserve Bank's (BCR) target range. Throughout the year, the BCR bought more than one billion US dollars in order to contain revaluation and achieve a consistent exchange rate, in order not to exceed the minimum target inflation rate.

Fiscal goals were met thanks to an increase in taxes, such as in the Added Value Sales Tax or Impuesto General a las Ventas (IGV), and not by efficiency gains linked to improved public spending. An example of the aforementioned is that throughout 2003 capital spending contracted while the current spending for transfers increased, including those directed towards the public sector pensions (ONP). Additionally, the new Financial Transactions Tax or Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) was introduced in March

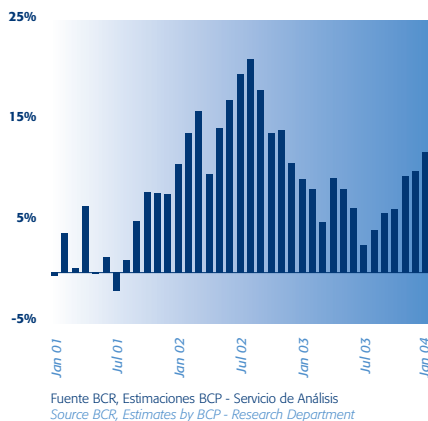
Inflación Anualizada (%)
Annualized Inflation (%)



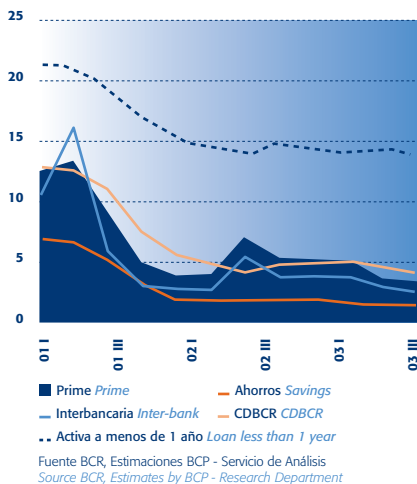
Composición de Ingresos Corrientes (% del PBI)
Composition of Current Revenue (% of GDP)



**Crecimiento de la Emisión
(Var % Anual)**
*Increase in the Monetary Base
(% Chg YoY)*



Tasas de Interés en Soles (%)
Interest Rates in Soles (%)



Sistema Financiero Peruano

Durante el primer semestre del 2003 el Banco Central de Reserva (BCR) mantuvo estable su política monetaria, con una tasa de interés interbancaria de 3.8%, en un contexto de aceleración de la inflación como efecto del incremento internacional del precio de los combustibles. En el segundo semestre, el BCR flexibilizó su política monetaria, induciendo la reducción de la tasa interbancaria en 75 puntos básicos.

La mayor liquidez, la estabilidad cambiaria y la inflación limitada por la meta fijada por el BCR, impulsaron la reducción de las tasas de interés y la expansión del crédito en soles, el cual fue asumido principalmente por inversionistas institucionales y por entidades especializadas en microfinanzas, contrarrestando el estancamiento en las colocaciones de las empresas bancarias.

Durante el 2003, el sistema financiero peruano vio disminuir en 2.2% el total de sus colocaciones. La razón principal ha sido la tendencia decreciente de los créditos comerciales (-10.0%), que continúa del año anterior. Esta situación se ha originado por la limitada inversión, el mayor acceso de empresas corporativas al mercado de capitales local y por la reducción en los riesgos asumidos en diversas instituciones locales.

Esta tendencia ha sido contrarrestada, en parte, por el notable crecimiento de 32.8% en el crédito a las microempresas, 20.1% en los créditos de consumo y 14.9% en los créditos hipotecarios, entre los cuales destacaron los correspondientes al Fondo Mivivienda.

Esencialmente, los depósitos cayeron 1.7% debido a la reducción apreciada en el total de depósitos en la Banca Múltiple, que sufrió los efectos de una gran migración hacia alternativas

2004. Although the ITF may increase revenues, both financial intermediation and the effectiveness of the monetary policy will be reduced given that the ITF will increase preference for cash, which will in turn cause the banking multiplier to fall.

Although revenues increased, tax exemptions, measured as a percentage of the GDP, continue to have a strong influence, although less so than in the mid 90s.

Peruvian Financial System

During the first half of 2003, the Central Reserve Bank (BCR) maintained a stable monetary policy with a 3.8% inter-bank interest rate in a context of accelerated inflation, resulting from higher international prices for fuel. In the second semester, BCR enforced a more flexible

monetary policy, which induced a reduction in the inter-bank interest rate by 75 basic points.

High liquidity, exchange rate stability and an inflation rate that fell within BCR's goals led to reduced interest rates and expanded credit in soles. This expansion came primarily from institutional investors and entities specialized in micro financing and served to counteract stagnating bank loans to business.

During the first semester of 2003, the Peruvian financial system suffered a 2.2% fall in total loans outstanding, principally because of a continued slide in commercial loans (-10.0%) that can be explained by a greater access to local capital markets and lower risk taking by different local institutions.

Notwithstanding, this tendency was partially counteracted by a remarkable

A pesar de la reducción en las tasas de interés, la rentabilidad del sistema logró incrementarse

Despite lower interest rates, the system's profitability increased

de ahorro más rentables, como los fondos mutuos de inversión. Sin embargo, esto fue parcialmente contrarrestado por la mayor actividad comercial en las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito –CMAC y las empresas financieras.

La calidad de cartera del sistema financiero peruano continuó mostrando una tendencia hacia el saneamiento y la consolidación. Durante el pasado ejercicio, la morosidad retrocedió en 170 pbs. situándose en 5.5%, con una cobertura de provisiones que se incrementó a 142.9%. Esta posición, aun incluyendo los bienes adjudicados, no representa un riesgo para el sistema local, dado su adecuado respaldo patrimonial.

Durante el 2003 el patrimonio del sistema financiero peruano continuó incrementándose, aumentando así su solidez. Esta posición se vio reflejada en los bajos niveles de apalancamiento global de las diversas instituciones financieras –7.42 veces para bancos, 5.52 veces para financieras y 6.23 veces para las CMAC—. Así, existe una buena base de capital para respaldar el crecimiento ordenado en el volumen de las operaciones del sistema.

Por otro lado, la mayor competencia en el sistema financiero, la reducción de tasas internacionales, los elevados excedentes de liquidez, la estabilidad de precios y la escasez de buenos sujetos de crédito determinaron la acelerada reducción, en el mercado local, de las tasas en moneda extranjera y, en especial, en moneda nacional.

A pesar de esta reducción en las bajas tasas de interés, la rentabilidad del sistema continuó incrementándose, gracias a mayores ingresos por servicios y menores cargos por provisiones por pérdidas crediticias.

32.8% growth in lending to micro businesses, 20.1% in consumer loans and 14.9% in mortgage loans, among which the Fondo Mivivienda had the largest share.

Deposits fell 1.7% principally due to the reduction in the total deposits of commercial banks. This drop was caused by migration to other more profitable savings alternatives such as mutual funds. However, this situation was partially offset by the greater commercial activity in Municipal Savings and Loans Funds (CMAC) and financial businesses.

The Peruvian financial system's portfolio quality continued its tendency towards recovery and consolidation. Last year, the past due ratio decreased by 170 pbs. to reach 5.5%, with stable provisions at 142.9%. This position, although including assets received in lieu of loan repayment,

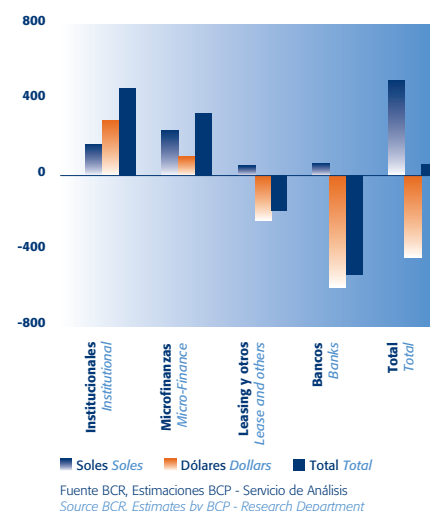
does not represent a risk for the local system given the adequate equity backing.

During 2003, the Peruvian financial system's equity continued to grow, increasing as such its strength. This position was also reflected in the low levels of global leverage at different financial institutions –7.42 times for banks, 5.52 times for financial institutions and 6.23 times for CMACs. A good capital base is in place to back orderly growth in the volume of the system operations.

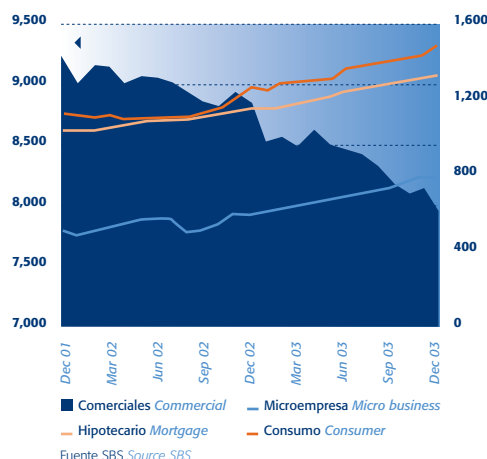
On the other hand, increased competition in the financial system, international interest rate reductions, high liquidity surpluses, price stability and scarce creditworthy clients led to the accelerated reduction of interest rates in the local market for foreign and, in particular, local currencies.

Despite the reduction in interest rates,

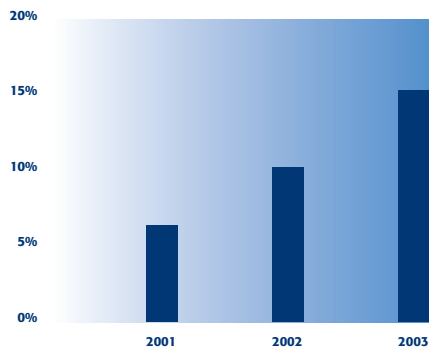
**Crecimiento del Crédito al Sector Privado
(Var 2002/2003 US\$MM)**
*Private Sector Credit Growth
(% Chg 2002/2003 US\$MM)*



**Estructura de Colocaciones del Sistema
(US\$MM)**
*Loan Structure
(US\$MM)*

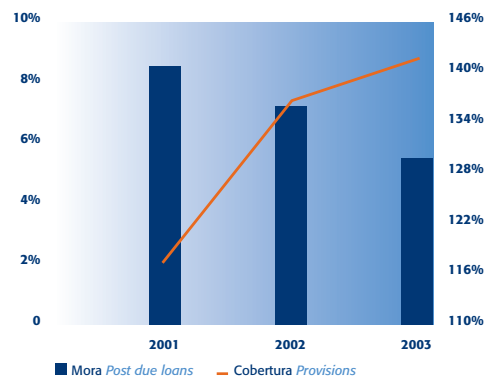


Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE) Return on Equity (ROE)



Fuente SBS Source SBS

Calidad de Colocaciones Loan Quality



Fuente SBS Source SBS

Principales Acontecimientos en Temas Regulatorios

Durante el 2003 se han emitido una serie de disposiciones en materia legislativa concernientes al sistema financiero. De ellas, las más importantes son:

La modificación en el Reglamento de Clasificación del Deudor y la Exigencia de Provisiones, otorgándose un mayor grado de libertad a las empresas del sistema financiero para el uso de metodologías internas que se adecúen a las características estructurales propias de cada institución.

Se dispusieron cambios en las normas referidas a requerimientos patrimoniales asociados a las actividades sujetas a riesgo de mercado y cambiario, para reflejar un mejor entendimiento de los riesgos involucrados en instrumentos financieros derivados.

La creación del Fondo de Respaldo para la Pequeña y Mediana Empresa apunta a incrementar el crédito otorgado a este segmento de unidades productivas locales.

Por otro lado, se expidieron regulaciones que limitan la información presentada por las Centrales de Riesgo, lo cual es potencialmente peligroso para las instituciones financieras, ya que las obliga a tomar decisiones de crédito con mayor incertidumbre.

El mayor detalle de la información requerida y publicada por los organismos reguladores en lo referente al costo de distintos productos financieros ha promovido una mayor competencia entre las instituciones locales y ha favorecido la reducción en las tasas de interés.

Perspectivas para la Economía Peruana

La inversión privada viene recuperándose, pero no se trata de un proceso generalizado. La turbulencia política y la falta de definiciones en la política económica continúan afectando

the system's earnings rate continued to improve thanks to increased revenues from fees and lower provisions for credit losses.

and a better understanding of the risk involved in the use of derivative financial instruments.

Main Events Related to Regulatory Issues

During 2003, a series of regulations were issued concerning the Peruvian financial system. The most significant were as follows:

The Regulations for Debt Rating and Provisions Requirements were modified to give financial system companies greater freedom in their use of internal methodologies that have been adapted to the individual institutions' structural characteristics.

Several regulatory changes were introduced in equity requirements for activities subject to market risk. These measures reflect the local currency's greater stability

Additionally, a support fund was created for small and medium companies. The fund aims at fostering lending to small local production units.

Other regulations limited the information provided by Credit Record Information Agencies, creating a potential danger for financial institutions that may have to make lending decisions in a context of greater uncertainty.

The fact that more detailed information on financial product costs is required and published by regulatory organisms has stimulated greater competition between local institutions and pushed interest rates down.

**Dada la recuperación de la economía
internacional, se reducirá el déficit de la
balanza comercial peruana**

*The Peruvian trade deficit is expected to fall
following the international economic recovery*

25

la visión de mediano plazo. Si bien en el 2004 se espera un buen ritmo de crecimiento, este se iría reduciendo hacia el 2005 y el 2006, a diferencia de las expectativas en la mayoría de los países de América Latina.

El déficit en la balanza comercial seguiría reduciéndose dada la recuperación de la economía internacional, los altos precios de los minerales de exportación y la puesta en marcha del proyecto Camisea a partir de agosto.

La política monetaria mantendría la inflación bajo control y seguiría con su postura expansiva, siempre que la variación anualizada de precios se ubique por debajo de 2.5%. Además, la moneda nacional conservaría, e incluso acentuaría, la presión revaluatoria, dada la tendencia al alza de los principales minerales de exportación, de manera que la compra activa de dólares seguiría siendo una práctica frecuente del BCR durante el 2004.

El manejo fiscal trata de ser disciplinado, pero es probable que se reajusten las metas fiscales del 2004 debido a que no se han presupuestado incrementos del gasto en remuneraciones. Mientras la reducción del déficit se sustente solamente en el aumento de los ingresos y no se recorte el gasto público, el esfuerzo fiscal, si bien importante, generará un fuerte descontento en la opinión pública y será insuficiente para cumplir con las metas de déficit en los próximos años, sobre todo ante la ausencia de la reforma del Estado.

Outlook for the Peruvian Economy

Private investment has been increasing, though not consistently. Internal political turbulence and the lack of clear economic policy continue to hurt the medium term outlook. Although good growth is expected in 2004, this growth could decrease in 2005 and 2006, contrary to expectations for most Latin American countries.

The trade gap will continue to close due to international economic recovery, high prices for mineral exports and the coming on line of the Camisea gas project in August 2004. This project will reduce the hydrocarbons' deficit.

The monetary policy will continue to keep inflation under control; this policy will continue to follow its expansive position as long as annual price variations remain below 2.5%. Additionally, local currency

may sustain continuing and perhaps stronger revaluation pressures. This assumption is based upon the tendency towards a rise in the price of the main export minerals; as such, the BCR will probably continue its active dollar purchasing policy in 2004.

Disciplined fiscal management attempts are in place; however, a readjustment in the fiscal goals for 2004 is probable given that budget increases for payroll expenses are not planned. Fiscal efforts, although significant, will continue to generate public discontent as long as the deficit reduction is based solely upon an increase in revenue as opposed to including decreases in public spending. Furthermore, this effort may be insufficient to meet the deficit goals for the coming years, particularly in the absence of State reform.

