

## Informe Macroeconómico Global

31 DE MARZO DEL 2005

No 1 / Año IV

Claudia Cooper  
Luis Edwards

ccooper@bcp.com.pe  
ledwards@bcp.com.pe

Juan Carlos Odar  
Romina Ugás

jodar@bcp.com.pe  
rugas@bcp.com.pe

### América Latina

Perú: Los mejores resultados en más de 30 años	4	Bolivia: Una crisis más	6
Brasil: Altas tasas atraen capitales, pero no inversión	7	Colombia: ¿Transfiriendo el peso de la deuda?	8
Chile: Aprovechando mejor la coyuntura externa	9	Ecuador: La mejora del sector petrolero no chorrea	10
México: La inflación sigue bajando, pero se mantiene alta	11		

### Países Industrializados

EEUU: ¿Podrá el mundo resistir sus desequilibrios?	12	Alemania: Dependiendo del sector externo, ¿hasta cuándo?	13
España: La inversión y el frío estimulan la economía	14	Francia: Desempleo amenaza la incipiente recuperación	15
Italia: ¿Serán efectivos los nuevos impulsos fiscales?	16	Reino Unido: Las altas tasas aún podrían subir más	17

### Resumen de Indicadores Económicos 2004 y 2005

	Crecimiento del PBI		Inflación		Resultado Fiscal (% del PBI)		Bza. en Cta. Cte. (% del PBI)		
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	
América Latina									
Bolivia	3.5	3.8	4.0	4.0	-5.8	-4.3	0.3	-0.5	
Brasil	5.2	3.7	7.6	5.7	-2.7	-3.0	1.9	0.6	
Colombia	3.9	3.6	5.5	5.3	-1.2	-2.7	-2.5	-1.9	
Chile	6.1	5.4	2.4	2.6	1.5	0.9	1.4	0.5	
Ecuador	7.0	3.7	1.9	2.8	1.0	0.9	0.7	0.7	
México	4.4	3.7	5.2	4.0	-0.3	-0.2	-1.3	-1.8	
Perú	5.1	4.9	3.5	2.3	-1.1	-1.1	-0.1	0.4	
Estados Unidos									
Estados Unidos	4.4	3.5	2.7	2.5	-3.9	-3.1	-5.7	-5.1	
Europa									
Zona del Euro									
Alemania	1.6	1.8	2.1	1.3	-3.7	-3.3	3.6	4.8	
España	2.7	2.9	3.2	2.7	-0.7	0.0	-4.9	-3.6	
Francia	2.3	2.3	2.1	2.1	-3.7	-2.8	-0.1	-0.6	
Italia	1.0	1.9	2.3	2.0	-2.9	-2.8	-0.8	-0.8	
Reino Unido	3.1	2.5	1.4	1.9	-3.0	-2.9	-2.2	-1.9	

1/ Sin considerar intereses. ?/ Expresa incertidumbre sobre la conveniencia de una inflación tan baja

Fuente: Bancos de Inversión, Estimaciones Servicio de Análisis – BCP

### Revisión de Proyecciones para América Latina

	Crecimiento del PBI		Inflación		Déficit Fiscal (% del PBI)		Déf. Cta. Cte. (% del PBI)	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
América Latina								
Bolivia	=	=	=	=	=	=	=	=
Brasil	+	+	-	+	+	-	+	+
Chile	+	+	+	+	+	+	-	-
Colombia	-	-	+	+	+	=	+	+
Ecuador	+	=	+	+	-	-	+	+
México	+	+	-	+	=	=	=	-
Perú	+	+	+	+	+	=	+	+

+ indica una mejora del indicador respecto al consenso del mercado tres meses atrás; -, un deterioro.

Fuente: Bancos de Inversión, Estimaciones Servicio de Análisis – BCP

### Evaluación Macroeconómica

- En el Índice de Evaluación Macroeconómica se consideran variables de índole política y económica (ver **Nota Metodológica**) para realizar una rápida comparación de la situación económica entre los siguientes trece países de América Latina: Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Nicaragua, Panamá y Perú. Estados Unidos se incluye con fines comparativos (*benchmark*).
- Para el 2005, Chile se mantiene como el país mejor evaluado de la región, impulsado por su destacado crecimiento, por el dinamismo de la industria, el crecimiento de la inversión y la sólida posición fiscal. Por su parte, el país peor calificado de la muestra es Guatemala, aunque con una evaluación mejor que la del 2004. En América del Sur, los países con peor desempeño relativo serían Ecuador y Argentina, los cuales a pesar de haber visto una dramática reducción de sus niveles de riesgo-país mantienen deficiencias estructurales.
- Perú se mantendría dentro de los países mejor evaluados de la región, ubicándose solamente por detrás de Chile, México, Brasil y Colombia. La mejor calificación respecto al 2004 respondería al continuo crecimiento de la inversión, a una reducción en la tasa de inflación y a la estabilidad cambiaria.
- Cabe destacar que el **Índice de Evaluación Macroeconómica** aquí presentado **considera variables de índole estructural**. Con ello se intenta recoger no solamente la coyuntura económica de cada país, sino factores de solidez o debilidad inherentes al mismo.

### Nota Metodológica

El Índice de Evaluación Macroeconómica considera los siguientes grupos de variables:

**Monetarias y Cambiarias** (tasa de inflación, volatilidad de la inflación, tasa de devaluación)

**Fiscales** (resultado fiscal como porcentaje del PBI, ingresos corrientes como porcentaje del PBI, cumplimiento de obligaciones públicas)

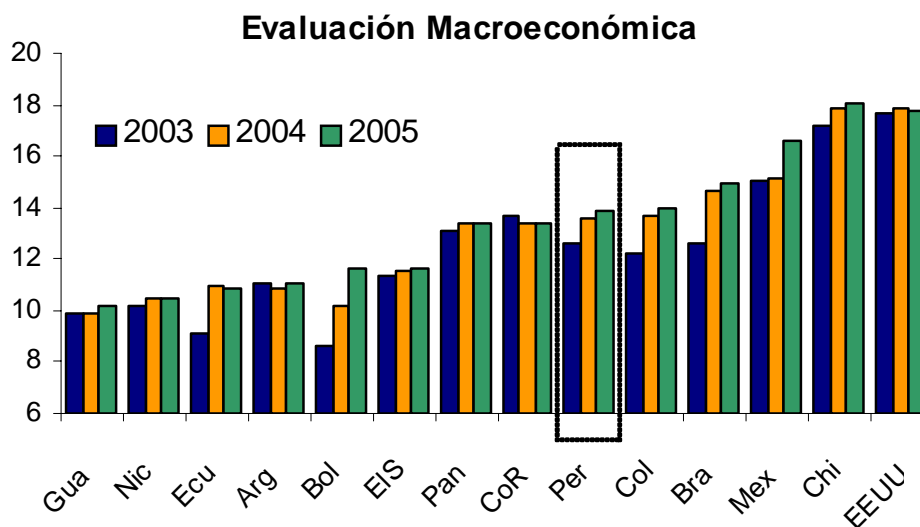
**Externas** (balanza en cuenta corriente como porcentaje del PBI, apertura comercial, balanza comercial como porcentaje del PBI, deuda externa como porcentaje del PBI, inversión extranjera directa como porcentaje del PBI, RIN como meses de importaciones)

**Reales** (tamaño de la economía, PBI per-cápita, tasa de crecimiento, volatilidad de la tasa de crecimiento, contribución de la agricultura y de la industria al PBI, inversión/PBI)

**Políticas** (estabilidad política, descontento social, riesgo de disputas internacionales, claridad institucional, grado de corrupción en la sociedad y criminalidad)

**Estructurales** (tasa de pobreza, grado de informalidad, índice de derechos legales, índice de información crediticia, índice de instituciones públicas, índice de tecnología)

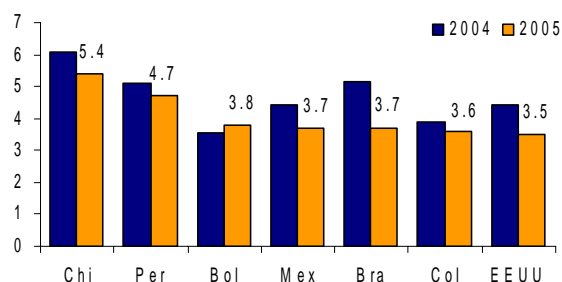
Cada variable es reescalada de 0 a 20 y los resultados se promedian para obtener la calificación macroeconómica del país. Cabe señalar que aunque cuantitativamente son diferentes, los resultados cualitativos y ordinales son similares a los que encontraban con la metodología anteriormente utilizada.



Fuente: BCP – Servicio de Análisis

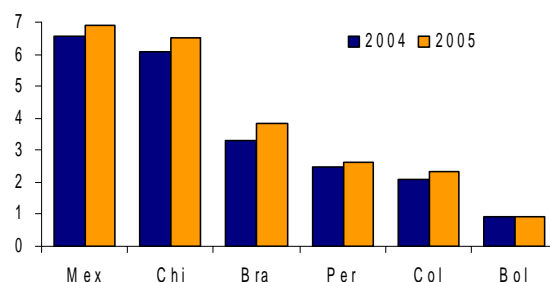
## Indicadores Macroeconómicos: 2004-2005

**Crecimiento del PBI**  
(variaciones porcentuales)



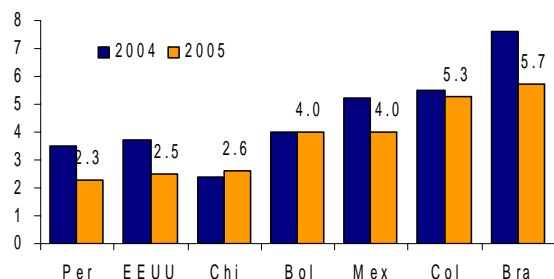
En América Latina, las altas tasas de crecimiento obtenidas el 2004 no serían replicadas en el 2005 (excepto en Bolivia), aunque en todos los casos se esperan tasas de al menos 3.5%.

**PBI per-cápita**  
(US\$ miles)



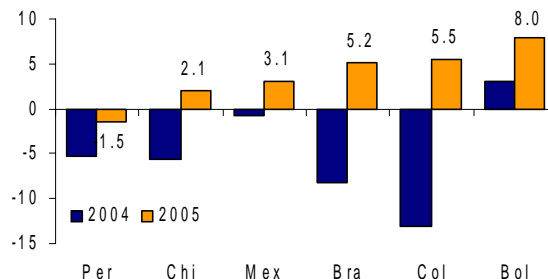
La estabilidad del peso chileno en un contexto de alto crecimiento explica un fuerte repunte del PBI per-cápita de dicho país, el cual se acerca rápidamente al de México.

**Inflación**  
(en porcentaje)



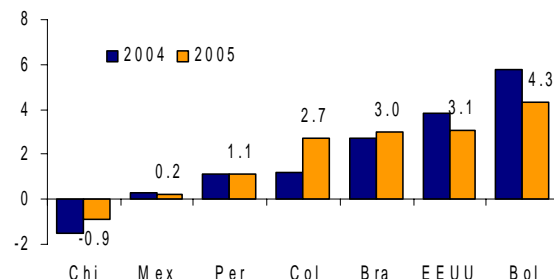
La inflación en Perú, tras su elevación del 2004, seguiría entre las más bajas de la región. En Brasil este indicador sigue convergiendo a niveles más cercanos al resto de la región, aunque lentamente.

**Devaluación**  
(en porcentaje)



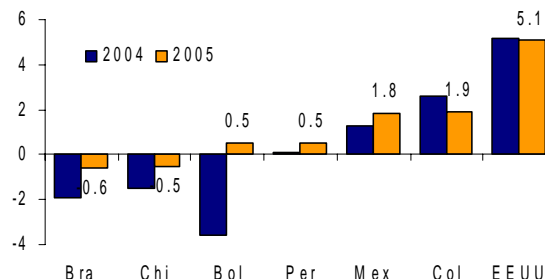
Para el 2005 se espera que las monedas de América Latina se devalúen, excepto en Perú, aunque la variación final dependerá del comportamiento del dólar frente al euro.

**Déficit Fiscal**  
(como porcentaje del PBI)



En América Latina, los déficit fiscales mantendrían su tendencia decreciente, aunque esto no se prevé tan claro en el caso peruano. Chile mantendría una importante posición superavitaria.

**Déficit en Cuenta Corriente**  
(como porcentaje del PBI)

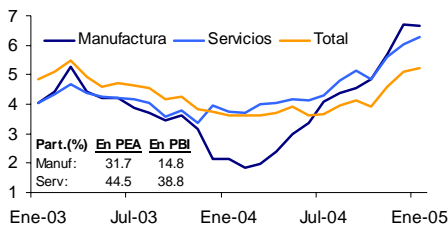


En Brasil y Chile se espera un superávit en cuenta corriente, generado por la dinámica de sus exportaciones. En Estados Unidos se prevén mayores dificultades en reducir el déficit externo que el fiscal.

Fuente: Estimaciones BCP - Servicio de Análisis, Bancos de Inversión

AMÉRICA LATINA - PERÚ

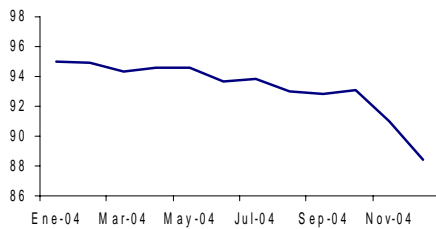
**PBI Manufactura, Servicios y Total**  
(variaciones porcentuales anualizadas)



Fuente: INEI

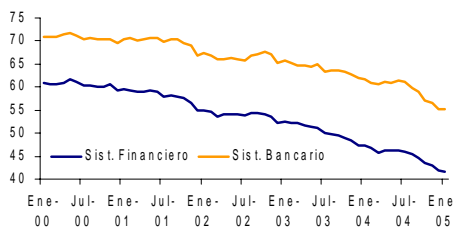
*Las políticas fiscal y monetaria estarían adoptando un ligero sesgo expansivo en la medida que la inflación se mantenga bajo control*

**Reservas Internacionales en Dólares**  
(% del total)



Fuente: BCR

**Dolarización del Sist. Financiero y Bancario**  
(% de la liquidez)



Fuente: BCR

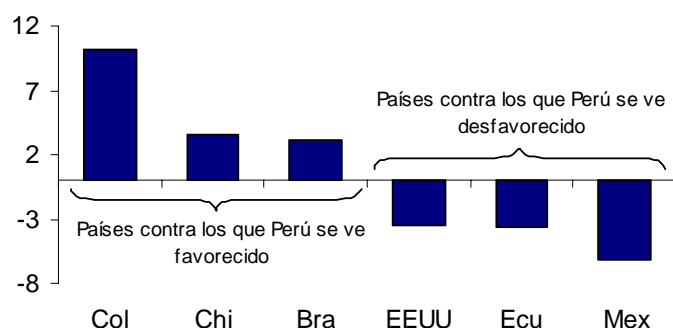
**Los mejores resultados en más de 30 años**

Tras las excepcionalmente altas tasas de crecimiento alcanzadas en noviembre y diciembre (8.8% y 9.1%, respectivamente), el 2004 cerró con una expansión económica de 5.1%, la tasa más alta registrada desde 1997. Este desempeño estuvo sustentado en sectores no primarios, como manufactura (+6.7%) y servicios (+6.0%). El dinamismo de la primera habría estado concentrado en las zonas urbanas de provincias antes que en Lima Metropolitana, según se aprecia en el comportamiento del empleo en empresas de diez y más trabajadores. Así, mientras en la capital el crecimiento promedio anual del empleo en los últimos doce meses (hasta enero) ha sido 2.5%, en el resto del país ha llegado a 3.6%. Por el lado del gasto, el crecimiento del trimestre (+6.8%) descansó en las exportaciones (+22.7%) y en la inversión bruta fija (+13.0%), aunque es de destacar que, en la segunda mitad del año, el componente público de esta última (+15.0%) ha mostrado tasas de crecimiento superiores a las del privado (+8.9%). Tras haber cerrado apenas dentro del rango objetivo del Banco Central, pero cerca de su techo, la inflación en los primeros del año se ha desacelerado rápidamente, estimándose que a cierre de marzo la variación anual de los precios al consumidor se ubique por debajo del piso del rango previsto por el Banco Central. Ello genera condiciones para que se mantenga el sesgo expansivo de la política monetaria, aunque el mismo se canalizaría en un elevado ritmo de crecimiento de la emisión primaria antes que en reducciones de las tasas de interés referenciales, las cuales se mantendrían en niveles relativamente elevados mientras no empiece a reducirse el saldo de Certificados de Depósito del BCR. La principal fuente de emisión seguirían siendo las compras de dólares por parte del Banco Central, las cuales cerraron el 2004 en US\$ 2,340 MM, pero en los últimos doce meses (hasta febrero) han llegado ya a US\$ 2,660 MM. Como en el trimestre anterior, la baja inflación habría estado directamente vinculada con el fortalecimiento del nuevo sol frente al dólar. Esta apreciación se produce en un contexto en que la balanza comercial viene superando continuamente sus niveles máximos históricos y en que el dólar viene perdiendo valor frente a otras monedas fuertes, como el euro. El reconocimiento de que la debilidad del dólar es un fenómeno permanente y no transitorio habría llevado al BCR a incrementar la participación de otras monedas en las reservas internacionales, aunque el dólar sigue siendo el principal componente de las mismas. La situación fiscal del 2004 resultó mejor que lo esperado, con un déficit del Sector Público no Financiero equivalente a 1.1% del PBI (el propio Ministerio de Economía había proyectado 1.4% del PBI). Ello se debió tanto al incremento de la recaudación, como a los menores gastos corriente y de capital. Asimismo, es de destacar la mejora en el resultado del resto del Sector Público no Financiero, el cual pasó de 0.0% a 0.2% del PBI, lo que se explica fundamentalmente por el comportamiento positivo de Petroperú y Electroperú.

**Perspectivas:** El crecimiento del primer trimestre de este año estaría alrededor de 5.0%, con una caída temporal en marzo debido al menor número de días trabajados. En el año, las expectativas son favorables, aunque a diferencia del año pasado, los probables choques externos serían mayormente adversos. Entre ellos, destacan la subida de las tasas de interés internacionales el continuo incremento del precio del petróleo, sobre todo considerando que nuestra balanza comercial de hidrocarburos sigue siendo deficitaria a pesar de la puesta en marcha de Camisea. Tras el repunte de la inflación el año pasado, es probable que el 2005 la misma se ubique por debajo de 2.5%, sobre todo en un contexto en que la moneda nacional seguiría revaluándose frente al dólar. Las políticas fiscal (sobre todo, a través de la recuperación de la inversión pública) y monetaria estarían adoptando un ligero sesgo expansivo en la medida que la inflación se mantenga bajo control, sobre todo considerando que se trata de un año preelectoral. Sin embargo, el proceso de desdolarización que se viene observando podría atenuarse en la medida que los agentes puedan "refugiarse" en el dólar ante las cercanías de un proceso electoral de resultado aún incierto. Cabe señalar que, a pesar de que este año se descuenta una importante tasa de crecimiento, las perspectivas de mediano plazo muestran un cierto grado de incertidumbre, el cual podría ir reduciéndose hacia fines del 2005 en la medida que se vayan definiendo las candidaturas presidenciales y se vayan percibiendo a los favoritos.

### Tipo de Cambio Real Bilateral

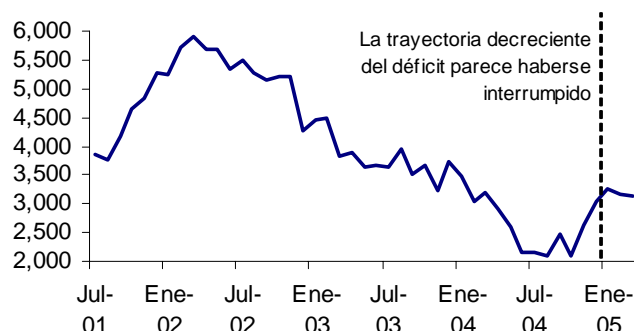
(var. % promedio últimos doce meses, hasta febrero)



Fuente: BCR

### Déficit Económico del Gobierno Central

(últimos doce meses, en S/. MM)



Fuente: BCR, Estimaciones BCP - Servicio de Análisis

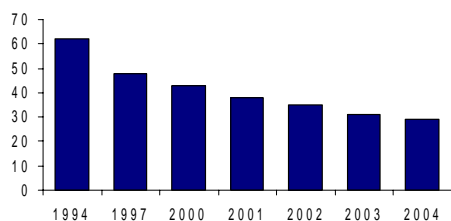
### Principales Indicadores Económicos

	2003	2004				Año	2005	
	Año	IT	IIT	IIIT	IVT		IT	IIT
PBI (US\$ MM)	<b>60,577</b>	15,658	17,827	16,825	18,111	<b>68,421</b>	17,893	20,848
PBI real (var. %)	<b>3.8</b>	5.1	3.5	5.0	6.8	<b>5.1</b>	4.9	5.8
PBI per-cápita (US\$)	<b>2,246</b>	2,293	2,340	2,406	2,495	<b>2,495</b>	2,566	2,665
Demanda Interna (var. %)	<b>3.3</b>	2.9	4.3	3.2	5.1	<b>3.9</b>	3.8	4.1
Consumo (var. %)	<b>3.1</b>	3.1	2.8	3.4	3.8	<b>3.3</b>	3.1	3.6
Inversión Privada (var. %)	<b>5.4</b>	8.0	11.7	6.6	11.3	<b>9.4</b>	6.1	5.7
IPC (var. % anual)	<b>2.5</b>	2.8	4.3	4.0	3.5	<b>3.5</b>	1.5	1.2
Tipo de cambio, fdp (S/. por US\$)	<b>3.46</b>	3.46	3.47	3.34	3.28	<b>3.28</b>	3.26	3.22
Devaluación (var. % anual)	<b>-1.4</b>	-0.4	0.0	-4.0	-5.2	<b>-5.2</b>	-5.8	-7.1
Tipo de cambio, promedio del período (S/. por US\$)	<b>3.48</b>	3.48	3.48	3.37	3.30	<b>3.41</b>	3.26	3.24
Resultado del SPNF (% del PBI)	<b>-1.8</b>	0.9	1.0	-2.1	-4.0	<b>-1.1</b>	1.1	1.0
Ingresos corrientes del gobierno central (% del PBI)	<b>15.0</b>	15.1	14.8	15.4	15.4	<b>15.2</b>	15.6	15.0
Ingresos tributarios (% del PBI)	<b>13.0</b>	13.4	13.3	13.4	13.3	<b>13.3</b>	14.1	13.6
Ingresos no tributarios (% del PBI)	<b>2.0</b>	1.7	1.6	2.0	2.1	<b>1.8</b>	1.5	1.4
Gasto Corriente (% del PBI)	<b>15.0</b>	13.8	13.1	15.7	16.2	<b>14.7</b>	14.1	13.3
Gasto de Capital (% del PBI)	<b>3.1</b>	2.0	2.2	3.1	4.3	<b>3.0</b>	2.1	2.2
Balanza Comercial (US\$ MM)	<b>731</b>	617	421	832	860	<b>2,729</b>	553	800
Exportaciones (US\$ MM)	<b>8,986</b>	2,748	2,839	3,374	3,587	<b>12,547</b>	3,294	3,550
Importaciones (US\$ MM)	<b>8,255</b>	2,131	2,418	2,542	2,727	<b>9,818</b>	2,740	2,750
Balanza en Cuenta Corriente (US\$ MM)	<b>-1,061</b>	-113	-203	91	155	<b>-71</b>	170	260
Balanza en Cuenta Corriente (% del PBI)	<b>-1.8</b>	-0.7	-1.1	0.5	0.9	<b>-0.1</b>	0.9	1.2
RIN (US\$ MM)	<b>10,194</b>	10,411	10,855	11,187	12,631	<b>12,631</b>	13,677	14,025

Fuente: INEI, BCR, Estimaciones BCP - Servicio de Análisis

## AMÉRICA LATINA - BOLIVIA

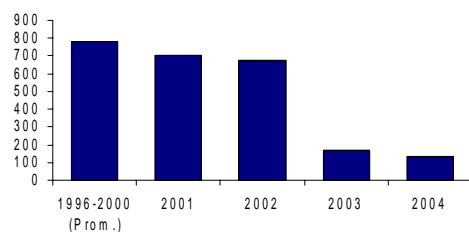
**Evasión del IVA**  
(como % de la recaudación posible)



Fuente: FMI, Ministerio de Hacienda

**Durante el 2004, mientras la inversión extranjera directa en América Latina creció 45.7%, en Bolivia cayó 17.9%**

**Inversión Extranjera Directa**  
(en US\$ MM)



Fuente: CEPAL

### Una crisis más

A pesar del crecimiento económico y la inflación controlada, los problemas sociales continúan. Ello estaría ligado a la percepción de mayor desigualdad en la distribución del ingreso, lo que se traduce en que mientras la producción de hidrocarburos habría crecido en 32.2% durante el año pasado, el resto de sectores lo habría hecho en apenas 1.9%. En particular, las principales protestas han sido lideradas por el excandidato presidencial de tendencia izquierdista Evo Morales, quien optó por el bloqueo de carreteras para conseguir una Ley de Hidrocarburos de corte más populista en lugar de la que promovía la inversión privada, propuesta por el presidente Carlos Mesa. Según ésta, se ha creado un impuesto inmediato de 32% a la producción total de hidrocarburos, el cual no puede ser deducible con el pago de otros impuestos, y se ha mantenido el pago de una regalía de 18%. Esta Ley contrasta radicalmente con la propuesta del presidente, que buscaba una subida gradual, diferenciando entre productores grandes y medianos, y deducible de otros impuestos. Aunque aún queda pendiente la ratificación de esta medida en el Senado, Mesa ha manifestado en dos ocasiones recientes su intención de dejar el gobierno: la primera, mediante una renuncia no aceptada, y la segunda, mediante la propuesta de un adelanto de elecciones al mes de agosto próximo que fue declarado anticonstitucional. Sin embargo, su decisión final de mantenerse en la presidencia hasta agosto del 2007 a pesar de haber intentado retirarse en un primer momento ha sido vista por los analistas como una muestra de debilidad. En el plano externo, Bolivia, al igual que la mayoría de países de la región, ha obtenido un superávit comercial y una rápida reducción del déficit en cuenta corriente, apoyado en la producción de hidrocarburos. A pesar de estos desarrollos, la moneda boliviana siguió devaluándose, lo que se explicaría por la permanente tensión política observada en el país. El déficit fiscal se ha reducido a su menor nivel desde el año 2000, apoyado en una mayor recaudación, producto tanto de la creación del ITF como de medidas de fiscalización. Producto de las tensiones sociales que se observaron a lo largo del año, durante el 2004, mientras la inversión extranjera directa en América Latina creció 45.7%, en Bolivia cayó 17.9% tras la caída de 75.3% que ya se había registrado el año anterior.

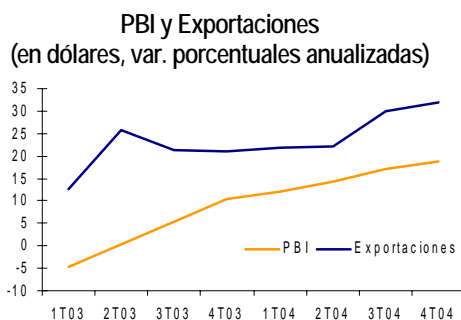
**Perspectivas:** A pesar de que ha anunciado su permanencia en el cargo, la figura del presidente Mesa se ha visto debilitada. Dado el panorama actual, no se descartan futuras movilizaciones sociales, dependiendo de la revisión de la Ley de Hidrocarburos y de los intereses políticos que podrían surgir en algunos sectores para aprovechar la crisis de gobernabilidad.

### Principales Indicadores Económicos

	2003					2004				
	IT	IIT	IIIT	IVT	Año	IT	IIT	IIIT	IVT	Año
PBI (miles de US\$ MM)	2.0	2.0	2.0	2.0	<b>7.9</b>	2.1	2.1	2.2	2.2	<b>8.4</b>
PBI real (var. %)	2.6	3.3	2.1	1.9	<b>2.5</b>	3.4	2.7	4.5	3.6	<b>3.5</b>
PBI per-cápita (US\$)	n.d.	n.d.	n.d.	904	<b>904</b>	909	914	925	936	<b>936</b>
IPC (var. % anual)	2.8	3.2	3.6	3.9	<b>3.9</b>	4.3	4.9	4.3	4.6	<b>4.0</b>
Tipo de cambio, eop (Bolivianos por US\$)	7.58	7.64	7.73	7.80	<b>7.80</b>	7.88	7.92	7.98	8.04	<b>8.04</b>
Devaluación (var. % anual)	7.8	6.5	5.2	4.2	<b>4.2</b>	4.0	3.7	3.2	3.0	<b>3.0</b>
Tipo de cambio, promedio del período (Unidades por US\$)	7.55	7.61	7.70	7.77	<b>7.66</b>	7.86	7.91	7.96	8.01	<b>7.93</b>
Resultado del SPNF, incluyendo pensiones (% del PBI)	-4.1	-6.8	-8.6	-12.7	<b>-7.6</b>	-3.5	-3.6	-6.0	-9.8	<b>-5.8</b>
Balanza Comercial (miles de US\$ MM)	-0.1	0.0	0.0	0.0	<b>0.0</b>	0.1	0.1	0.1	0.0	<b>0.3</b>
Exportaciones (miles de US\$ MM)	0.3	0.4	0.4	0.4	<b>1.6</b>	0.5	0.5	0.6	0.5	<b>2.1</b>
Importaciones (miles de US\$ MM)	0.4	0.4	0.4	0.4	<b>1.6</b>	0.4	0.4	0.5	0.6	<b>1.9</b>
Balanza en Cuenta Corriente (miles de US\$ MM)	-0.1	0.0	0.1	0.1	<b>0.0</b>	0.1	0.1	0.1	0.0	<b>0.3</b>
Balanza en Cuenta Corriente (% del PBI)	-2.9	-0.6	3.0	2.8	<b>0.6</b>	3.0	4.4	6.1	0.0	<b>3.6</b>
RIN (miles de US\$ MM)	0.7	0.9	0.9	1.0	<b>1.0</b>	0.9	0.8	1.0	1.1	<b>1.1</b>

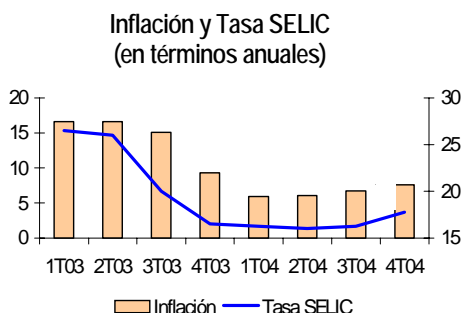
Fuente: Bancos de Inversión

## AMÉRICA LATINA - BRASIL



Fuente: Banco Central de Brasil

La búsqueda de un mejor manejo de la inflación ha implicado una política monetaria más restrictiva, incrementándose así la tasa SELIC de 16.00% en septiembre del 2004 a 18.75% en febrero del 2005



Fuente: Banco Central de Brasil

### Altas tasas atraen capitales, pero no inversión

Después del estancamiento experimentado en el 2003, el PBI en el 2004 creció 5.2%, la tasa más alta desde 1994 (5.9%), superando así la cifra estimada por el propio Banco Central de Brasil (5.0%). Este crecimiento respondió principalmente al desempeño de las exportaciones (+18.0% real) y a la recuperación de la demanda interna (+5.1%). La inflación registrada fue de 7.6%, mostrando una caída por segundo año consecutivo, pero manteniéndose sobre la meta prevista. En el 2005, la inflación a 12 meses ha descendido a 7.3% en febrero, ubicándose aún por encima del 4.5% propuesto para este año, pero acercándose al margen de tolerancia (+/- 2.5%). La búsqueda de un mejor manejo de la inflación ha implicado una política monetaria más restrictiva, incrementándose así la tasa SELIC de 16.00% en septiembre del 2004 a 18.75% en febrero del 2005. Esto se ha traducido en un menor dinamismo de la inversión y por tanto un freno en el crecimiento de la demanda interna, uno de los motores de la economía durante el 2004. Es así como en enero, la producción industrial registró una caída de 0.5% con respecto a diciembre. Igualmente, las mayores tasas de interés implicaron una mayor entrada de capitales, lo que ayudó a que continúe la apreciación del real. A pesar de ésta (1.1% en febrero y 10.9% respecto al mismo mes del 2004), las exportaciones acumuladas en los últimos 12 meses llegaron a \$100,153 MM durante febrero, mayores a las de enero (\$98,119 MM) y superando así por primera vez los \$100,000 MM. Esto implicó un crecimiento en el superávit comercial de 42% con respecto a febrero del 2004. La mejora en las exportaciones se debió tanto a productos tradicionales, como café en grano (+44.9%) y semimanufacturados de hierro y acero (+58%), así como a productos manufacturados, como automóviles (+50.1%) y aviones (+13.3%). La posición de Brasil en lo referente a déficit fiscal y deuda externa ha mejorado con respecto a años anteriores, aunque es crucial la evolución futura de las tasas locales. El país ha anunciado que no renovará su acuerdo de crédito con el FMI, pero prometió mantener la disciplina fiscal y el rumbo de la política económica.

**Perspectivas:** El deterioro de la infraestructura es un contexto de escasas inversiones resultaría un freno para el crecimiento. Las altas tasas de interés implicarían un menor dinamismo de la demanda interna y por tanto una desaceleración del crecimiento. Sin embargo, la política monetaria restrictiva ayudaría a controlar la inflación, por lo que las tasas de interés podrían reducirse hacia fines de año. La apreciación del real puede significar un riesgo para los exportadores, aunque, dado el buen resultado de febrero, el gobierno se ha propuesto como meta alcanzar los \$108,000 MM en exportaciones (+11.9%) al cierre del año.

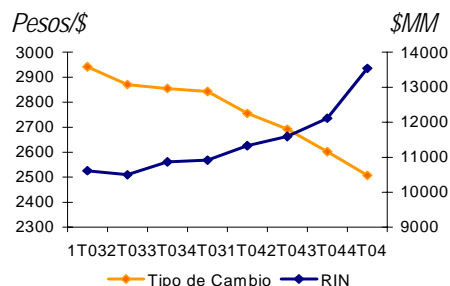
### Principales Indicadores Económicos

	2003	2004				2005
	Año	IT	IIT	IIIT	IVT	Año
PBI (miles de US\$ MM)	507	143	151	156	153	603
PBI real (var. %)	0.5	4.0	5.6	6.1	4.9	5.2
PBI per-cápita (US\$)	2,831	2,940	3,065	3,197	3,318	3,318
Demanda Interna (var. %)	-1.6	1.5	5.6	7.6	4.4	4.8
Consumo (var. %)	-0.8	1.4	3.6	4.4	4.2	3.5
Inversión (var. %)	-5.1	1.8	13.4	19.2	9.3	10.9
IPC (var. % anual)	9.3	5.9	6.1	6.7	7.6	7.6
Tipo de cambio, fdp (Reales por US\$)	2.89	2.91	3.11	2.86	2.65	2.65
Devaluación (var. % anual)	-18.1	-13.1	8.4	-2.1	-8.2	-8.2
Tipo de cambio, promedio del período (Reales por US\$)	3.06	2.93	3.06	2.94	2.75	2.92
Tasas de Interés	16.50	16.25	16.00	16.25	17.75	17.75
Resultado del SPNF (% del PBI)	-5.1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-2.7
Balanza Comercial (miles de US\$ MM)	24.8	6.1	8.9	10.1	8.6	33.7
Exportaciones (miles de US\$ MM)	73.1	19.4	23.9	27.0	26.2	96.5
Importaciones (miles de US\$ MM)	48.3	13.3	15.0	16.9	17.6	62.8
Balanza en Cuenta Corriente (miles de US\$ MM)	4.0	1.6	2.7	5.3	2.0	11.7
Balanza en Cuenta Corriente (% del PBI)	0.8	1.1	1.8	3.4	1.3	1.9
RIN (miles de US\$ MM)	49.3	51.6	49.8	49.5	52.9	52.9

Fuente: Bancos de Inversión

## AMÉRICA LATINA - COLOMBIA

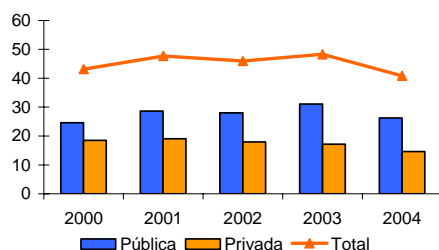
### RIN y Tipo de Cambio (variaciones porcentuales anuales)



Fuente: Banco de la República

*Las próximas elecciones pueden significar presiones hacia el alza del déficit fiscal, incluso a pesar de la mayor recaudación prevista para este año*

### Deuda Externa (como porcentaje del PBI)



Fuente: Banco de la República

### ¿Transfiriendo el peso de la deuda?

A pesar de la desaceleración del crecimiento económico en el 3T04 (2.5%), la economía se recuperó en el 4T04 (4.5%), alcanzando así un crecimiento de 3.9% durante el año. Los sectores más destacados fueron la producción industrial (con un incremento de 4.9%), las ventas de bienes finales (+6.1%) y las exportaciones (+16.2%). La inversión asimismo, continuó creciendo, viéndose esto reflejado en las importaciones de bienes de capital. Durante febrero pasado, la inflación mensual fue de 1.02%, mayor a la de enero (0.82%). Sin embargo, la inflación acumulada se redujo de 5.4% a 5.3%, estando así en ambos meses dentro de la meta prevista por el Banco Central para el este año (entre 4.5% y 5.5%). La apreciación continuó por quinto mes consecutivo (1.9% en febrero; 13.4% en los últimos doce meses), reflejando las mayores exportaciones y el debilitamiento del dólar a nivel internacional, lo que podría ayudar en los próximos meses a mantener a la inflación bajo control. Por otro lado, el gobierno está implementando su plan para el pago de la deuda externa aumentando la correspondiente al mercado local. Así, ha venido colocando títulos de tesorería (TES) a un ritmo cercano al 20% anual, situándose el saldo al 4 de marzo en 66.2 billones de pesos (algo más de US\$ 28,000 MM y cerca de 30% del PBI), siendo la meta original de 24 billones de pesos (\$55 billones). Con ello se comprarían por lo menos \$1,000 MM de las reservas que maneja el Banco Central para luego ser utilizados en el pago de la deuda externa durante el 2005. A fines de febrero, el Banco Central había vendido un total de \$250 MM al gobierno, aprovechando este último la apreciación del peso. Debido a que el déficit fiscal puede significar un riesgo en los próximos años, el gobierno ha buscado mejorar la recaudación, emprendiendo en el 2004 una reforma tributaria. En esa línea, para el 2005, el gobierno tiene como meta recaudar \$ 17,000 MM, monto 13% mayor al propuesto para el año anterior.

**Perspectivas:** Se espera que el 2005 el crecimiento continúe, aunque a un ritmo algo menor que el año pasado, estando éste sustentado en las mayores exportaciones, a pesar de la apreciación del peso y la caída en la demanda mundial, y en la expansión de la demanda interna. Las próximas elecciones presidenciales pueden significar presiones hacia el alza del déficit fiscal, incluso a pesar de la mayor recaudación prevista para este año.

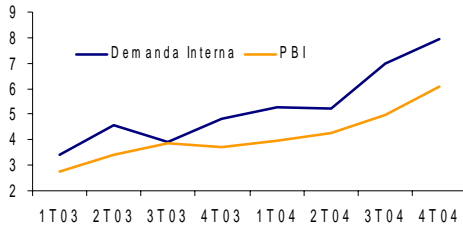
### Principales Indicadores Económicos

	2003	2004				2005	
	Año	IT	IIT	IIIT	IVT	Año	IT
PBI (miles de US\$ MM)	81	22	22	24	28	95	26
PBI real (var. %)	3.8	3.9	4.6	2.5	4.5	3.9	3.8
PBI per-cápita (US\$)	1,605	1,883	1,952	2,043	2,102	2,102	2,182
Demanda Interna (var. %)	5.0	4.2	5.7	4.0	4.3	4.5	4.4
Consumo (var. %)	1.8	3.8	3.8	2.9	3.8	3.5	3.0
Inversión (var. %)	21.7	6.4	16.6	7.6	16.3	11.8	9.8
IPC (var. % anual)	6.5	6.2	6.1	6.0	5.5	5.5	5.6
Tipo de cambio, fdp (Pesos por US\$)	2,778	2,678	2,700	2,595	2,412	2,412	2,505
Devaluación (var. % anual)	-3.0	-9.5	-4.0	-10.2	-13.2	-13.2	-6.5
Tipo de cambio, promedio del período (Pesos por US\$)	2,875	2,695	2,690	2,589	2,491	2,616	2,458
Tasas de Interés	7.9	7.8	7.8	7.7	7.7	7.7	7.8
Resultado del SPNF (% del PBI)	-2.8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-1.2	n.d.
Balanza Comercial (miles de US\$ MM)	-0.9	-0.2	-0.2	0.1	0.0	-0.2	-0.3
Exportaciones (miles de US\$ MM)	13.0	3.3	3.9	4.4	4.0	15.8	3.3
Importaciones (miles de US\$ MM)	13.9	3.6	4.1	4.3	4.0	16.0	3.6
Balanza en Cuenta Corriente (miles de US\$ MM)	-1.2	-0.6	-0.3	-1.0	-0.8	-2.5	-1.0
Balanza en Cuenta Corriente (% del PBI)	-1.5	-2.5	-1.1	-4.0	-2.7	-2.6	-3.9
RIN (miles de US\$ MM)	10.8	11.3	11.6	12.1	13.5	13.5	13.0

Fuente: Bancos de Inversión

AMÉRICA LATINA - CHILE

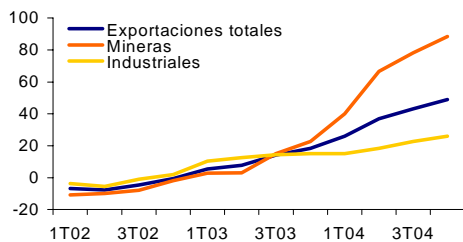
**Demanda Interna y PBI**  
(variaciones porcentuales anualizadas)



Fuente: Banco Central de Chile

En su reunión de febrero, el Banco Central decidió incrementar la tasa referencial a 2.75% anual, atenuando así el sesgo expansivo de la política monetaria

**Exportaciones**  
(variaciones % anualizadas)



Fuente: Banco Central de Chile

**Aprovechando mejor la coyuntura externa**

El rápido crecimiento registrado durante el 4T04 (+7.3%), llevó a la economía chilena a mostrar en el año su mayor tasa de crecimiento desde 1997 (+6.6%). El sector más destacado fue el exportador, con un incremento cercano al 50%, favorecido por el aumento de los precios y el volumen exportado del cobre dado el incremento de la demanda proveniente de China. Así, la cuenta corriente mostró un superávit equivalente a 1.5% del PBI, revirtiendo el déficit de la misma magnitud del año anterior, con un superávit en balanza comercial que prácticamente triplicó al del 2003. A pesar de la mayor expansión del producto, el desempleo continúa, de manera que en el 2004 la tasa de desempleo fue de 7.8%, mayor al 7.4% registrado el 2003. Durante enero del 2005, la producción industrial mostró una cierta desaceleración en su crecimiento (+5.3%) en comparación con la expansión de diciembre (+10.2%), lo que fue producto de la caída en el consumo de bienes duraderos, revirtiendo la expansión vista en diciembre, y se vio reflejado en el menor incremento de las ventas industriales (+6.5% frente a 9.7% en diciembre). Por su parte, reflejando la revaluación que el peso chileno viene mostrando frente al dólar, los precios cayeron en 0.09% durante febrero, tras haber caído ya en enero (-0.32%). De esta manera, la inflación anual se redujo de 2.3% en diciembre del 2004 a 2.2% en febrero del 2005. Igualmente, la inflación subyacente mostró una caída, pasando de 1.8% a 1.7%. Si bien los riesgos inflacionarios por ahora se han reducido, la rápida expansión de la economía, así como el crecimiento de la demanda interna, podrían implicar un riesgo para la meta de inflación del Banco Central. Por ello, en su reunión de febrero último, éste decidió incrementar la tasa de interés referencial a 2.75% anual, atenuando así el sesgo expansivo de la política monetaria. Por su parte, la política fiscal se mantiene disciplinada, de manera que el 2004 el gobierno central habría obtenido un superávit equivalente a 1.5% del PBI.

**Perspectivas:** A pesar de la desaceleración en la producción industrial durante enero, el riesgo de una fase contractiva se ha ido desvaneciendo. El incremento de los precios del cobre, así como una mayor demanda mundial (principalmente proveniente de Asia), compensaría el aumento de los precios del petróleo, mejorando los términos de intercambio. Se espera que el crecimiento esté sustentado en la mayor demanda interna, especialmente en la inversión, e incentivado por un escenario internacional favorable. Por su parte, la política fiscal seguiría siendo responsable, al haberse anunciado que los mayores recursos del fisco se destinarían al ahorro público para enfrentar eventuales situaciones de crisis.

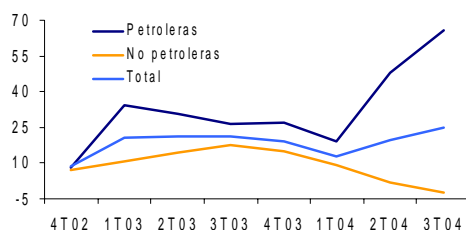
**Principales Indicadores Económicos**

	2003	2004				2005	
	Año	IT	IIT	IIIT	IVT	Año	IT
PBI (miles de US\$ MM)	75	23	22	23	26	94	24
PBI real (var. %)	3.7	4.7	5.3	7.0	7.3	6.1	6.0
PBI per-cápita (US\$)	4,546	5,273	5,548	5,832	6,072	6,078	6,157
Demanda Interna (var. %)	4.8	6.1	5.6	9.5	10.4	7.9	7.2
Consumo (var. %)	3.9	4.8	5.3	5.4	5.4	5.2	4.7
Inversión (var. %)	4.8	4.7	7.7	14.0	14.3	10.1	11.6
IPC (var. % anual)	1.1	-0.7	1.1	1.5	2.4	2.4	2.5
Tipo de cambio, fdp (Pesos por US\$)	593	623	637	607	560	560	583
Devaluación (var. % anual)	-16.7	-14.3	-8.6	-8.7	-5.6	-5.6	-6.4
Tipo de cambio, promedio del período (Pesos por US\$)	683	604	643	617	576	610	571
Tasas de Interés	2.6	2.6	1.6	1.5	2.3	2.6	2.3
Resultado del Gobierno Central (% del PBI)	-0.8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1.5	n.d.
Balanza Comercial (miles de US\$ MM)	3.5	2.5	2.6	1.8	2.1	9.0	2.7
Exportaciones (miles de US\$ MM)	21.5	7.5	7.9	7.9	8.7	32.0	8.9
Importaciones (miles de US\$ MM)	18.0	5.0	5.3	6.1	6.6	23.0	6.2
Balanza en Cuenta Corriente (miles de US\$ MM)	-1.1	0.7	0.8	-0.2	0.2	1.4	0.5
Balanza en Cuenta Corriente (% del PBI)	-1.5	3.1	3.5	-1.1	0.6	1.5	2.1
RIN (miles de US\$ MM)	15.9	16.0	15.9	15.8	16.0	16.0	16.0

Fuente: Bancos de Inversión

## AMÉRICA LATINA - ECUADOR

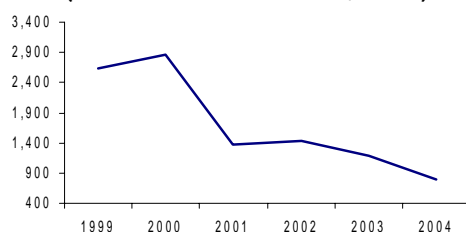
### Exportaciones (variaciones porcentuales anualizadas)



Fuente: Banco Central del Ecuador

**La fuente de la mejora de los indicadores macroeconómicos es muy volátil, por lo que los indicadores observados deben ser evaluados con cuidado**

### Riesgo País (Diferencial de Rendimientos, EMBI+)



Fuente: BCR

### La mejora del sector petrolero no chorrea

Debido a que es exportador neto de petróleo, Ecuador habría sido uno de los países más beneficiados con el incremento de precios de materias primas observado el año pasado. En ese sentido, la economía ecuatoriana habría logrado una expansión de 7.0%, su mayor tasa de crecimiento desde 1998, año en que la extracción petrolera había alcanzado también un récord de producción. En cuanto a la evolución de los precios, los efectos de la dolarización ya se están sintiendo, y la inflación ha llegado a niveles internacionales, incluso alcanzando en febrero una variación anual de 1.5%. En el plano externo, el *boom* petrolero asociado al mayor dinamismo de la economía mundial ayudó a mejorar el saldo en balanza comercial (e incluso permitió obtener un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, lo que no se alcanzaba desde el año 2000), mientras que la devaluación del dólar poco influyó en un mayor dinamismo de las exportaciones no tradicionales, las cuales están aún a la espera de definiciones en los sectores textil y agrícola, así como en el tema de propiedad intelectual, para poder poner en marcha un Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos. Es así que, hasta el 3T04, las exportaciones petroleras habían crecido 72.4%, al tiempo que el resto había caído 4.6%. Dada la mejora en el resultado de sector público no financiero (apoyada en gran parte en los mayores ingresos por petróleo), la percepción sobre la situación fiscal ha mejorado al punto que el indicador de riesgo país ha llegado en febrero a 638 pbs., frente a los 746 del mismo mes del año anterior, y habría permitido el regreso del país a los mercados de capitales. Esta coyuntura ha ayudado asimismo a que el país alcance su menor nivel de deuda pública como porcentaje del PBI desde el 2000, año en que se adoptó al dólar como moneda. Sin embargo, la fuente de esta mejora es muy volátil, por lo que los indicadores observados deben ser evaluados con cuidado. En el plano político, Lucio Gutiérrez sigue teniendo una fuerte oposición, aunque los principales líderes de la misma han coincidido en que no es su intención adelantar la salida del presidente, sino obligarlo a rectificar su orientación económica.

**Perspectivas:** En medio de la "crisis institucionalizada" que se vive en Ecuador, el presidente Gutiérrez, que tiene una de las aceptaciones más bajas de América Latina, ha remitido al Congreso un proyecto de Ley Orgánica de Racionalización Económica del Estado (también conocida como "Ley Topo"), el cual tiene carácter de urgente. Con ello se intenta emprender reformas consideradas como "clave" por el FMI en los sectores petrolero, eléctrico, previsional y laboral, para consolidar el crecimiento y dinamizar la inversión. El destino que tome dicho proyecto marcaría también la suerte política de Gutiérrez, pero se descuenta que enfrentará una fuerte oposición de los parlamentarios indígenas, agrupados en el Movimiento Pachakutik, inicialmente aliado político del presidente.

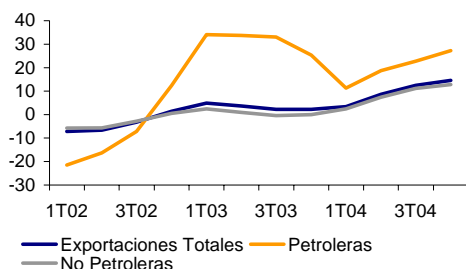
### Principales Indicadores Económicos

	2003					2004				
	IT	IIT	IIIT	IVT	Año	IT	IIT	IIIT	IVT	Año
PBI (miles de US\$ MM)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	27.5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	30.3
PBI real (var. %)	3.4	-0.8	2.1	6.0	2.7	6.5	10.3	7.8	3.4	7.0
PBI per-cápita (US\$)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,068	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,228
IPC (var. % anual)	9.2	7.6	7.5	6.1	6.1	4.0	2.9	1.6	1.9	1.9
Resultado del SPNF (% del PBI)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0.7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1.0
Balanza Comercial (miles de US\$ MM)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
Exportaciones (miles de US\$ MM)	1.6	1.5	1.5	1.7	6.2	1.7	2.0	2.0	2.1	7.8
Importaciones (miles de US\$ MM)	1.5	1.4	1.5	1.6	6.1	1.7	2.0	2.0	2.0	7.7
Balanza en Cuenta Corriente (miles de US\$ MM)	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	-0.5	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2
Balanza en Cuenta Corriente (% del PBI)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-1.7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0.7
RIN (miles de US\$ MM)	1.1	1.1	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.5	1.5

Fuente: Bancos de Inversión

## AMÉRICA LATINA - MÉXICO

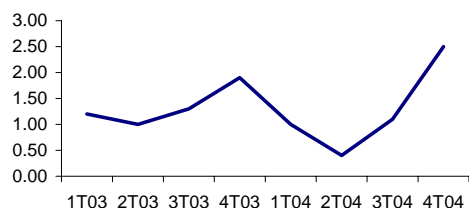
### Exportaciones petroleras y no petroleras (variaciones porcentuales anualizadas)



Fuente: INEGI

*A pesar de que el entorno internacional pueda resultar negativo durante el 2005, el índice de confianza del consumidor se ha venido incrementando, alcanzando niveles históricamente elevados en enero*

### Déficit en Cuenta Corriente (como % del PBI)



Fuente: Banxico

### La inflación sigue bajando, pero se mantiene alta

Después de 3 años de bajo crecimiento, en el 2004 la actividad económica mostró una significativa recuperación (+4.4%), mayor a la esperada y la más alta desde el 2000 (+6.4%). La reactivación se dio principalmente a finales de año; así, durante el 4T04, el PBI se incrementó 4.9%, tasa mayor a la del trimestre anterior (4.6%), acumulando 11 trimestres de continuo crecimiento. El déficit en cuenta corriente registró un notable incremento en el 4T04, siendo éste de 2.6% del PBI, mayor al del trimestre anterior (-1.1%) y al del mismo trimestre del 2003 (-1.7%). Con ello, en el 2004, éste se mantuvo en 1.3% del PBI, pues mientras la balanza comercial alcanzó un déficit de \$8.5 miles de MM (-\$5.6 miles de MM el 2004), las transferencias provenientes del exterior siguieron creciendo. La inflación en el 2004 fue 5.2%, por encima del rango propuesto por el Banco de México (3.0%, con un margen de tolerancia de +/- 1%). Ello condicionaría una política monetaria más restrictiva para el 2005. Así, tras los 9 incrementos en el "corto" durante el 2004, en febrero del 2005 el Banxico lo incrementó por segunda vez en el año (un incremento en el corto eleva las tasas de interés a través de una menor oferta monetaria). En esa línea, la tasa de los CETES se elevó a 9.33% en marzo (hace un año, ésta era de 5.0% en promedio). Con ello, la inflación en enero se redujo a 4.5%, continuando esta caída en el mes de febrero, cuando la variación anual de precios fue de 4.3%. Las exportaciones en enero ascendieron a \$14,108.2 MM (+10.8% frente al mismo mes del 2004). Entre ellas destacaron las exportaciones petroleras (+13.1%), mientras que las de manufactureras crecieron 10%. Sin embargo, el déficit en balanza comercial (\$1,164 MM) resultó mayor al de enero del año anterior (\$141 MM). De esta manera, continúa el incremento del déficit en balanza comercial vista en el 2004. A pesar de que el entorno internacional pueda resultar negativo durante el 2005, el índice de confianza del consumidor se ha venido incrementando, alcanzando niveles históricamente elevados en enero.

**Perspectivas:** El escenario internacional resultaría desfavorable para el crecimiento en el 2005. Por un lado, la desaceleración de la economía estadounidense, así como sus políticas restrictivas, implican un menor volumen de exportaciones. Por otro lado, la entrada al mercado de productos asiáticos puede significar una caída de las ventas de manufacturas mexicanas. Esto, sumado a la política monetaria restrictiva, significaría un menor crecimiento para este año. Sin embargo, el reciente incremento en el índice de confianza al consumidor sugiere un aumento del consumo privado, el cual podría compensar el deterioro del sector externo.

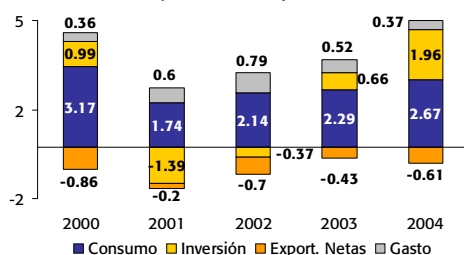
### Principales Indicadores Económicos

	2003	2004				2005	
	Año	IT	IIT	IIIT	IVT	Año	IT
PBI (miles de US\$ MM)	<b>638</b>	166	168	164	178	<b>676</b>	174
PBI real (var. %)	<b>1.6</b>	3.9	4.1	4.6	4.9	<b>4.4</b>	4.6
PBI per-cápita (US\$)	<b>6,420</b>	6,311	6,353	6,440	6,572	<b>6,572</b>	6,625
Demanda Interna (var. %)	<b>0.7</b>	4.9	5.8	6.2	6.7	<b>5.9</b>	6.0
Consumo (var. %)	<b>2.9</b>	3.2	4.2	4.6	5.4	<b>4.4</b>	5.1
Inversión (var. %)	<b>-0.4</b>	4.5	5.8	8.5	12.1	<b>7.7</b>	7.9
IPC (var. % anual)	<b>4.0</b>	4.2	4.4	5.1	5.2	<b>5.2</b>	4.4
Tipo de cambio, fdp (Pesos por US\$)	<b>11.2</b>	11.1	11.5	11.4	11.2	<b>11.2</b>	11.4
Devaluación (var. % anual)	<b>8.3</b>	3.0	9.6	3.5	-0.7	<b>-0.7</b>	2.6
Tipo de cambio, promedio del período (Pesos por US\$)	<b>10.8</b>	11.0	11.4	11.5	11.3	<b>11.3</b>	11.3
Tasas de Interés	<b>6.0</b>	6.2	6.6	7.6	8.6	<b>8.6</b>	8.1
Resultado del SPNF (% del PBI)	<b>-0.6</b>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	<b>-0.3</b>	n.d.
Balanza Comercial (miles de US\$ MM)	<b>-5.8</b>	-0.5	-1.2	-2.0	-4.9	<b>-8.5</b>	-1.5
Exportaciones (miles de US\$ MM)	<b>164.8</b>	43.2	47.4	48.0	50.0	<b>188.6</b>	46.6
Importaciones (miles de US\$ MM)	<b>170.5</b>	43.7	48.5	50.0	54.9	<b>197.2</b>	48.1
Balanza en Cuenta Corriente (miles de US\$ MM)	<b>-8.6</b>	-1.7	-0.6	-1.8	-4.6	<b>-8.7</b>	-2.5
Balanza en Cuenta Corriente (% del PBI)	<b>-1.3</b>	-1.0	-0.4	-1.1	-2.6	<b>-1.3</b>	-1.4
RIN (miles de US\$ MM)	<b>56.1</b>	58.4	58.4	57.6	61.5	<b>61.5</b>	61.4

Fuente: Bancos de Inversión

**PAÍSES INDUSTRIALIZADOS - ESTADOS UNIDOS**

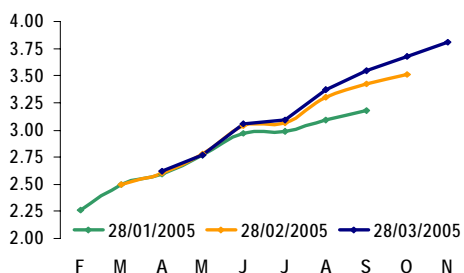
**Contribuciones al PBI  
(var. % anual)**



Fuente: Oficina de Análisis Económico de EEUU

*El sólido crecimiento y las mayores presiones inflacionarias podrían originar un incremento más agresivo en las tasas de interés por parte de la FED*

**Futuros de la Tasa Referencial de la FED**



Fuente: Bloomberg

*¿Puede el mundo resistir sus desequilibrios?*

La economía estadounidense registró en el 2004 una expansión de 4.4%, la mayor tasa de crecimiento entre las economías industrializadas en el año, liderada por el consumo y la inversión (+3.8% y +13.2%, respectivamente). Por el contrario, los desequilibrios externos continuaron acentuándose, en un contexto donde si bien las exportaciones se expandieron (+8.6%), las importaciones lo hicieron a un ritmo mayor (+9.9%), con lo cual en términos netos éstas últimas crecieron en 12.6%. Los últimos indicadores muestran mayores presiones al alza en el nivel de precios en la economía, lo cual ha sido señalado también por la Reserva Federal (FED) en el comunicado publicado luego de su última reunión de Comité de Mercado Abierto, en la que incrementó su tasa de referencia en 25 pbs., de 2.50% a 2.75%. Así, el índice de precios al consumidor (IPC) registró un incremento mensual de 0.4% en febrero (+3.0% en términos anuales), mientras que al excluir los rubros más volátiles (energía y alimentos) el incremento mensual fue de 0.3% (+2.4% en términos anuales). En este sentido, si bien todavía es prematuro señalar un ajuste más agresivo en la política monetaria por parte de la FED (incrementos de 50 pbs), en la medida que la economía continúe con indicadores macroeconómicos sólidos y con presiones inflacionarias al alza, dicho escenario podría ir adquiriendo mayor probabilidad. Por otro lado, los desequilibrios de EEUU continuaron acentuándose. Así, durante el 2004 la balanza en cuenta corriente alcanzó un déficit histórico de 5.7% del PBI, por encima del déficit de 4.8% del 2003. Sin embargo, si bien la devaluación del dólar y el incremento de tasas ayudarían a una corrección gradual del mismo, el esquema cambiario fijo en China, el alto componente inelástico en las importaciones de EEUU (con una alta participación de insumos industriales, especialmente productos petroleros) y el mayor crecimiento de dicho país con respecto a sus socios comerciales son los factores que contribuirían a que dichas correcciones sean bastante limitadas en el presente año. Finalmente, el déficit fiscal alcanzó los US\$ 412.6 millardos (3.6% del PBI) en el año fiscal 2004 (octubre 2003 - setiembre 2004) con exoneraciones tributarias y gastos en defensa como principales explicaciones al mismo. Dicho deterioro en la posición fiscal en EEUU ha continuado en los 5 primeros meses del año fiscal 2005, con el déficit alcanzando US\$ 223.4 millardos a febrero, 57% de lo presupuestado para todo el año fiscal 2005 (US\$ 394 millardos).

**Perspectivas:** EEUU alcanzaría un crecimiento de 3.5% - 3.8% en el 2005, por encima de su tendencia de largo plazo. Los desequilibrios comerciales y fiscales continuarían presionando a una devaluación gradual del dólar y a un incremento en las tasas de interés.

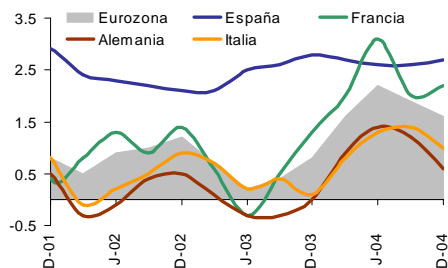
**Principales Indicadores Económicos**

	2003	2004				2005	2005	
	Año	IT	IIT	IIIT	IVT		Año	IT
PNB (miles de US\$ MM)	11,271	3,072	2,937	3,025	2,962	11,995	3,261	3,114
PNB real (var. %)	3.0	5.0	4.8	4.0	3.9	4.4	3.3	3.5
PNB per-cápita (US\$)	38,683	39,268	39,793	40,220	40,721	40,721	41,250	41,737
Demanda Interna (var. %)	4.0	5.8	5.6	5.1	5.4	5.5	4.9	5.1
Consumo (var. %)	3.3	4.2	3.6	3.6	3.8	3.8	3.5	4.1
Inversión (var. %)	7.2	12.4	13.6	11.1	11.5	12.2	10.5	9.3
IPC (var. % anual)	1.9	1.7	3.3	2.5	3.3	3.3	2.8	2.5
Tasas de Interés	1.13	1.00	1.25	1.75	2.25	1.56	2.75	3.25
Resultado del SPNF (% del PBI)	-3.3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-3.9	n.d.	n.d.
Balanza Comercial (miles de US\$ MM)	-497	-139	-151	-156	-171	-617	-158	-145
Exportaciones (miles de US\$ MM)	1,021	277	285	290	296	1,147	288	280
Importaciones (miles de US\$ MM)	1,517	415	436	446	467	1,764	445	425
Balanza en Cuenta Corriente (miles de US\$ MM)	-531	-147	-165	-166	-188	-666	-167	-150
Balanza en Cuenta Corriente (% del PBI)	-4.8	-4.8	-5.6	-5.5	-6.3	-5.7	-5.1	-4.8
Tipo de Cambio Dólar / Euro, fdp	1.26	1.23	1.21	1.24	1.36	1.36	1.30	1.34
Tipo de Cambio Yen / Dólar, fdp	107	104	108	110	103	103	107	103

Fuente: Bancos de Inversión

**PAÍSES INDUSTRIALIZADOS - ZONA DEL EURO - ALEMANIA**

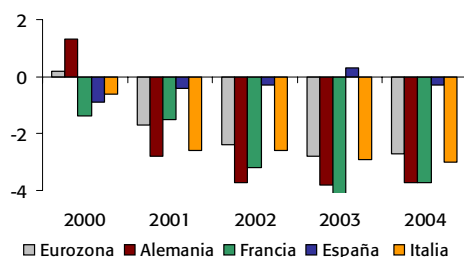
**Crecimiento en la Zona del Euro  
(var % anuales)**



Fuente: Bloomberg

*El campo de acción de los estímulos fiscales es bastante reducido si se pretende continuar reduciendo el déficit fiscal, el cual se situó en 3.7% del PBI en el 2004*

**Resultados Fiscales en la Zona del Euro  
(% del PBI)**



Fuente: Bloomberg

**Dependiendo del sector externo... ¿hasta cuándo?**

A pesar de que en el 2004 la economía alemana logró expandirse en 1.6%, la mayor tasa de crecimiento desde el 3.1% alcanzado en el 2000, ésta continuó presentando uno de los comportamientos más discretos al interior de las 12 economías que conforman la Zona del Euro, en un contexto donde la demanda interna no logra recuperarse y el crecimiento continúa sustentado en el sector externo. Por su parte, pese al fortalecimiento del euro, las exportaciones (39% del PBI) registraron un avance de 7.5%, por encima de la expansión de 5.4% en las importaciones (34% del PBI), con lo cual en términos netos las exportaciones se incrementaron en 18%. Sin embargo, preocupa que el dinamismo en el sector externo alemán no se haya trasladado al componente interno de la economía, lo cual señalaría que una significativa recuperación del mismo en el corto plazo sería bastante difícil, en un contexto donde se espera un limitado dinamismo en el comercio exterior alemán producto del menor crecimiento mundial. Asimismo, los ajustes que las empresas en dicho país han llevado a cabo para mejorar sus estados financieros han llevado a que hayan optado por despedir trabajadores o trasladar su producción a países vecinos con menores costos laborales, lo cual ha contribuido a que la tasa de desempleo alcance niveles históricamente elevados (11.7% en febrero). Dicha situación ha llevado a que el gobierno haya optado por otorgar ciertas reducciones de impuestos a los ingresos, las cuales totalizan € 6.5 millardos, con el propósito de impulsar el crecimiento de la demanda. Sin embargo, dicho tipo de estímulos tendría un campo de acción bastante limitado si efectivamente el gobierno de dicho país pretende continuar reduciendo el déficit fiscal, el cual en el 2004 el excedió nuevamente el límite de 3% propuesto por el Banco Central Europeo, situándose en 3.7% del PBI.

**Perspectivas:** Dado el rezago en la demanda interna, no existen presiones para el incremento en las tasas de interés en el corto plazo, lo cual podría favorecer el consumo y la inversión. Ello podría verse reforzado en la medida que la recuperación del sector corporativo continúe, dado el impacto que ésta tiene sobre los indicadores laborales y en la confianza del consumidor. Pese a ello, las perspectivas de crecimiento para el presente año sitúan a Alemania como una de las economías con peor comportamiento en la región.

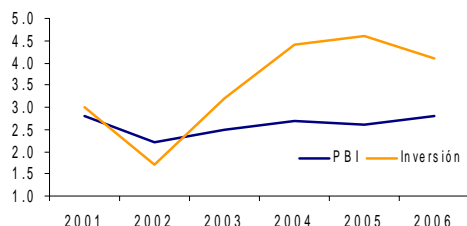
**Principales Indicadores Económicos**

	2003	2004				2005	2005	
	Año	IT	IIT	IIIT	IVT	Año	IT	IIT
PNB (miles de US\$ MM)	2,401	661	653	673	722	2,709	682	675
PNB real (var. %)	-0.1	1.6	1.9	1.2	1.5	1.6	1.5	1.2
PNB per-cápita (US\$)	29,239	30,572	31,288	32,101	33,163	33,163	33,505	33,854
Demanda Interna (var. %)	0.7	-0.3	0.7	1.7	1.0	0.8	1.1	1.0
Consumo (var. %)	0.0	-0.2	0.9	-0.8	0.3	0.1	0.1	0.2
Inversión (var. %)	2.8	-0.5	0.1	9.0	2.9	2.9	4.0	3.4
IPC (var. % anual)	1.1	1.1	1.7	1.8	2.1	2.1	1.7	2.1
Tipo de cambio, fdp (US\$ por euro)	1.26	1.23	1.21	1.24	1.36	1.36	1.30	1.34
Devaluación (var. % anual)	24.6	13.6	5.3	9.8	7.6	7.6	5.7	11.1
Tasa de Interés de política monetaria	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Resultado del SPNF (% del PBI)	-3.8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-3.7	n.d.	n.d.
Balanza Comercial (miles de US\$ MM)	146	52	52	45	46	195	49	48
Exportaciones (miles de US\$ MM)	749	221	222	220	247	910	227	229
Importaciones (miles de US\$ MM)	603	169	170	175	201	715	179	181
Balanza en Cuenta Corriente (miles de US\$ MM)	55	27	27	18	25	97	24	24
Balanza en Cuenta Corriente (% del PBI)	2.3	4.1	4.2	2.6	3.5	3.6	3.6	3.5

Fuente: Bancos de Inversión

**PAÍSES INDUSTRIALIZADOS - ZONA DEL EURO - ESPAÑA**

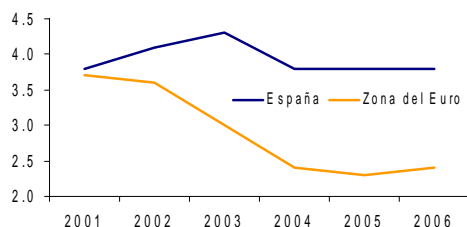
**PBI e Inversión**  
(variaciones porcentuales anuales)



Fuente: Banco de España, FMI, Consensus Forecasts

**La baja competitividad de España se explica en parte por los altos costos laborales, los cuales seguirían creciendo por encima del promedio de la Zona del Euro**

**Salario por hora**  
(var. % anuales)



Fuente: Consensus Forecasts

**La inversión y el frío estimulan la economía**

La economía española cerró el año pasado con un crecimiento de 2.7%, con un comportamiento homogéneo a lo largo del año. Sin embargo, ello fue reflejo de un paulatino aumento de la inversión al tiempo que se deterioraba el panorama del sector externo. En ese sentido, los déficit comercial y en cuenta corriente continuaron incrementándose durante el 2004 ante el magro desempeño de las exportaciones, las cuales crecieron en euros apenas 4.3%, mientras que las importaciones lo hicieron en 12.0%. Con ello, el déficit en cuenta corriente bordeó el 5.0% del PBI, aunque la proyección para este año es menor en la medida que la inversión vería reducido su dinamismo. La producción industrial creció en enero 1.1% respecto al mismo mes del 2004, por debajo de lo esperado, debido al impacto negativo que sufrieron las exportaciones. Sin embargo, la producción de energía creció en ese mismo período 8.8% debido al inusualmente frío invierno, factor que podría seguir estimulando la economía los próximos meses. La inflación, que a cierre del 2004 superó el 3.0%, se ha mantenido elevada en lo que va del año, llegando en febrero a 3.3%, la variación de precios más alta entre los doce países que conforman la Zona del Euro. Ello respondió principalmente al mayor precio del petróleo, lo cual incrementó los costos de transporte, y a la menor producción agrícola, debido al mal tiempo. Más allá de los factores que la explican, la inflación se ha convertido en un fenómeno estructural, pues si bien España ha crecido a un mayor ritmo que sus vecinos durante la última década, permitiendo reducir la brecha de niveles de vida respecto al promedio de la Zona del Euro de 20% en 1995 a 13% el 2003, una mejora más rápida hubiera sido posible con precios menores y con una menor tasa de desempleo, la cual se mantiene como la segunda más alta de la región, detrás de la de Alemania. Con el fin de mejorar la situación fiscal de mediano plazo y dinamizar la economía, el gobierno ha aprobado la modificación del Impuesto a la Renta para Personas Físicas (IRPF), la cual entrará en vigencia desde enero del 2007, reduciendo el número de tramos y la tasa máxima aplicable.

**Perspectivas:** De acuerdo con cifras de la Organización para la Cooperación Económica y Desarrollo (OECD), España debe reducir su tasa de inflación para mejorar su competitividad y dinamizar su economía. Sin embargo, se prevé que para este año se mantenga como el país de mayor inflación entre los principales miembros de la Zona del Euro, aunque también como uno de los de mayor crecimiento.

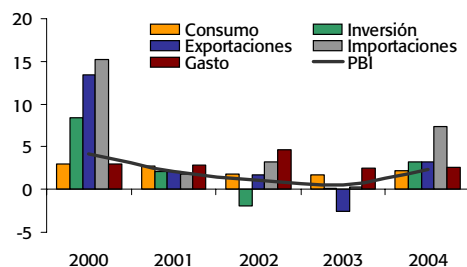
**Principales Indicadores Económicos**

	2003	2004				Año	2005	
	Año	IT	IIT	IIIT	IVT		IT	IIT
PNB (miles de US\$ MM)	863	241	247	244	271	1,003	254	256
PNB real (var. %)	2.5	2.7	2.6	2.6	2.7	2.7	2.8	2.5
PNB per-cápita (US\$)	21,493	22,537	23,340	24,157	24,796	24,796	25,069	25,236
Demanda Interna (var. %)	3.3	3.8	4.4	4.6	4.6	4.4	4.4	3.2
Consumo (var. %)	2.9	3.4	3.6	3.5	3.5	3.5	3.0	2.8
Inversión (var. %)	3.2	2.7	4.0	5.8	6.0	4.6	5.9	3.8
IPC (var. % anual)	2.6	2.1	3.5	3.2	3.2	3.2	2.6	1.0
Tipo de cambio, fdp (US\$ por euro)	1.26	1.23	1.21	1.24	1.36	1.36	1.30	1.34
Devaluación (var. % anual)	24.6	13.6	5.3	9.8	7.6	7.6	5.7	11.1
Tasa de Interés de política monetaria	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Resultado del SPNF (% del PBI)	0.3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-0.7	n.d.	n.d.
Balanza Comercial (miles de US\$ MM)	-14	-8	-9	-8	-12	-37	-9	-10
Exportaciones (miles de US\$ MM)	240	62	67	66	74	269	67	68
Importaciones (miles de US\$ MM)	254	70	75	74	86	306	76	78
Balanza en Cuenta Corriente (miles de US\$ MM)	-24	-8	-11	-14	-16	-49	-12	-13
Balanza en Cuenta Corriente (% del PBI)	-2.8	-3.3	-4.6	-5.7	-5.9	-4.9	-4.9	-5.3

Fuente: Bancos de Inversión

**PAÍSES INDUSTRIALIZADOS - ZONA DEL EURO - FRANCIA**

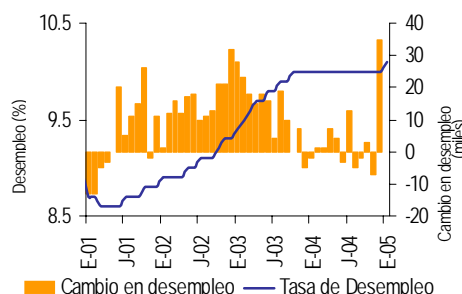
**Componentes del PBI**  
(variaciones porcentuales anuales)



Fuente: Bloomberg

*En la medida que el desempleo se mantenga en los niveles actuales debería esperarse una desaceleración en el consumo durante los próximos meses*

**Tasa de Desempleo y Cambio en Nóminas**



Fuente: Bloomberg

**Desempleo amenaza la incipiente recuperación**

Durante el 2004 la economía francesa alcanzó un crecimiento de 2.3%, por encima del resultado alcanzado por la Eurozona (+1.8%). Dicha expansión, a diferencia de lo ocurrido en Alemania, estuvo liderada por el componente interno, con el consumo (55% del PBI) expandiéndose en 2.4% y la inversión (20% del PBI) en 3.3%. Por el contrario, el componente externo contribuyó de manera negativa al crecimiento, en un contexto donde las exportaciones crecieron en 3.2% y las importaciones en 7.4%. Así, la apreciación del euro, la baja competitividad francesa y los mayores costos de materias primas (especialmente petróleo y acero) contribuyeron a que en el 2004 Francia alcance el peor resultado comercial desde 1992 (€ 7.8 millardos). Pese al fortalecimiento que la divisa estadounidense ha presentado frente al euro durante los últimos días, en el mediano plazo el dólar debería retomar la tendencia devaluatoria que contribuya a la corrección de los desequilibrios comerciales que presenta EEUU. Así, el fortalecimiento del euro, el alto costo de los productos petroleros y el menor crecimiento de su principal socio comercial (Alemania) serían factores que dificultarían la reversión de dicha situación en Francia. Por otro lado, llama la atención que pese al dinamismo de la demanda interna, y de manera específica el consumo, la tasa de desempleo se halle en niveles históricamente altos (10.1% en enero). La respuesta a ello se encuentra en que el dinamismo del consumo ha sido impulsado por ciertas políticas adoptadas por el gobierno, las cuales han estado destinadas a fomentar el gasto a través de una disminución en los ahorros. Sin embargo, las mismas no son sostenibles y los efectos no son permanentes, por lo que en la medida que el desempleo se mantenga en los niveles en los que actualmente se encuentra debería esperarse una desaceleración en el consumo durante los próximos meses. Asimismo, el espacio para impulsos vía un mayor gasto por parte del Estado es limitado, dado que, al igual que en el caso de Alemania, Francia registró un déficit de fiscal de 3.7% del PBI, por encima del límite de 3% señalado por el Banco Central Europeo (BCE).

**Perspectivas:** El crecimiento se desaceleraría durante el presente año al situarse en el rango 1.8% - 2.3%, como respuesta a un menor dinamismo del consumo, la inversión y las exportaciones. Sin embargo, dicha economía continuaría mostrando un mayor dinamismo en comparación con la Zona del Euro, por segundo año consecutivo.

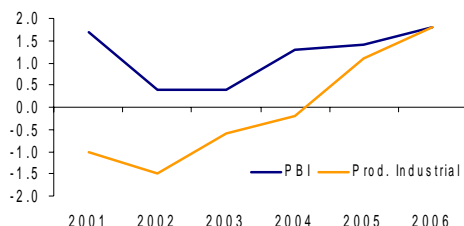
**Principales Indicadores Económicos**

	2003	2004				2005	2005	
	Año	IT	IIT	IIIT	IVT	Año	IT	IIT
PNB (miles de US\$ MM)	1,757	500	489	497	534	2,020	518	501
PNB real (var. %)	0.5	2.0	3.1	2.0	2.2	2.3	1.5	1.0
PNB per-cápita (US\$)	29,537	30,972	31,789	32,681	33,781	33,781	34,022	34,170
Demanda Interna (var. %)	1.4	2.3	3.3	2.1	2.4	2.6	1.9	1.5
Consumo (var. %)	1.9	2.3	2.9	1.8	2.4	2.4	2.0	1.7
Inversión (var. %)	0.2	3.3	4.6	2.9	2.3	3.3	1.9	1.0
IPC (var. % anual)	2.2	1.7	2.4	2.1	2.1	2.1	2.0	1.5
Tipo de cambio, eop (US\$ por euro)	1.26	1.23	1.21	1.24	1.36	1.36	1.30	1.34
Devaluación (var. % anual)	24.6	13.6	5.3	9.8	7.6	7.6	5.7	11.1
Tasa de Interés de política monetaria	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Resultado del SPNF (% del PBI)	-4.1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-3.7	n.d.	n.d.
Balanza Comercial (miles de US\$ MM)	17	2	3	0	3	8	2	2
Exportaciones (miles de US\$ MM)	459	129	131	127	128	516	129	129
Importaciones (miles de US\$ MM)	442	127	129	127	126	509	127	127
Balanza en Cuenta Corriente (miles de US\$ MM)	5	4	-5	-1	-1	-2	-1	-2
Balanza en Cuenta Corriente (% del PBI)	0.3	0.7	-0.9	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3

Fuente: Bancos de Inversión

**PAÍSES INDUSTRIALIZADOS - ZONA DEL EURO - ITALIA**

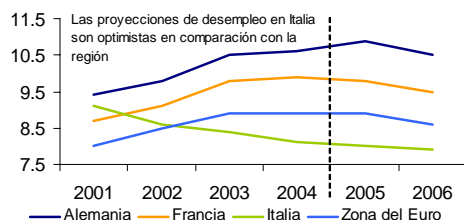
**PBI y Producción Industrial**  
(variaciones % anuales)



Fuente: Consensus Forecasts

**La situación fiscal sigue complicada, y el déficit de a lo más 3.0% del PBI previsto por el Pacto de Crecimiento y Estabilidad está cada vez más lejos de ser cumplido**

**Desempleo**  
(% de la PEA)



Fuente: Consensus Forecasts

**¿Serán efectivos los nuevos impulsos fiscales?**

La economía italiana creció en el 4T04 sólo 0.8%, con lo que cerró el año con una expansión de sólo 1.0%, siendo el octavo de los últimos nueve años en que crece por debajo del promedio de la Zona del Euro. La tasa de desempleo se ha mantenido en los dos últimos trimestres en 8.0%, sin perspectivas de mejora a corto plazo. En lo que va del año, los indicadores económicos han mejorado sólo ligeramente y la producción industrial creció en enero sólo 0.1% respecto a diciembre, tras haber caído consecutivamente durante los últimos meses del 2004, afectada aún por el comportamiento negativo de la fabricación de automóviles y artefactos para el hogar. Asimismo, las ventas minoristas (desestacionalizadas) en febrero registraron su séptima caída consecutiva. De acuerdo con clasificaciones publicadas por el Foro Económico Mundial, Italia es la economía menos competitiva entre las que conforman la Zona del Euro, lo que se traduce en que enfrenta mayores dificultades que sus vecinos para enfrentar la fortaleza del euro. Por ello, los trabajadores textiles entraron en huelga por primera vez en doce años a inicios de marzo, en protesta por la renuencia del gobierno para tomar medidas que permitan enfrentar la competencia china. En el plano externo, la mencionada fortaleza del euro continúa erosionando las exportaciones, al punto que el intercambio comercial (excluyendo servicios) ha resultado deficitario por primera vez desde 1992. Para incentivar la inversión, el gobierno ha implementado hasta el 2008 incentivos tributarios a las empresas que contraten nuevo personal y programas de ayuda financiera a pequeñas y medianas empresas. Cabe destacar que la situación fiscal sigue complicada, y el déficit de a lo más 3.0% del PBI previsto por el Pacto de Crecimiento y Estabilidad está cada vez más lejos de ser cumplido.

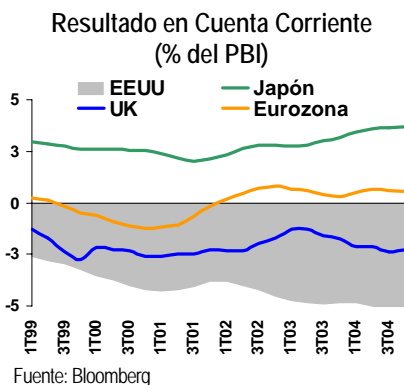
**Perspectivas:** Los magros resultados del 4T04 han llevado al Ministerio de Finanzas a revisar sus proyecciones económicas para este año, anunciando que el crecimiento se ubicaría en 1.5%, incluso por debajo de la magra proyección de 1.8% realizada por la Comisión Europea. Además, el déficit fiscal podría incluso incrementarse en la medida que parece complicado reducir el gasto en un monto que permita enfrentar los recortes impositivos planteados por el Primer Ministro Berlusconi.

**Principales Indicadores Económicos**

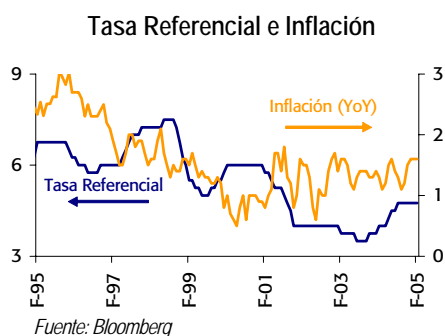
	2003	2004				2005	2005	
	Año	IT	IIT	IIIT	IVT	Año	IT	IIT
PNB (miles de US\$ MM)	1,468	416	408	415	441	1,679	426	415
PNB real (var. %)	0.4	0.7	1.2	1.2	0.8	1.0	0.2	-0.3
PNB per-cápita (US\$)	25,895	27,189	27,904	28,697	29,666	29,666	29,849	29,984
Demanda Interna (var. %)	1.3	1.6	1.5	0.9	1.0	1.2	-0.1	0.1
Consumo (var. %)	1.4	1.7	0.8	0.3	1.1	1.0	-0.1	0.8
Inversión (var. %)	-1.7	1.4	3.4	2.5	0.5	2.0	0.0	-2.0
IPC (var. % anual)	2.5	2.3	2.4	2.2	2.3	2.3	2.1	2.0
Tipo de cambio, eop (US\$ por euro)	1.26	1.23	1.21	1.24	1.36	1.36	1.30	1.34
Devaluación (var. % anual)	24.6	13.6	5.3	9.8	7.6	7.6	5.7	11.1
Tasa de Interés de política monetaria	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Resultado del SPNF (% del PBI)	-2.4	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-2.9	n.d.	n.d.
Balanza Comercial (miles de US\$ MM)	11	0	1	7	2	10	2	3
Exportaciones (miles de US\$ MM)	297	81	87	88	97	353	88	90
Importaciones (miles de US\$ MM)	286	81	86	81	96	343	86	87
Balanza en Cuenta Corriente (miles de US\$ MM)	-19	-5	-7	6	-7	-14	-3	-3
Balanza en Cuenta Corriente (% del PBI)	-1.3	-1.2	-1.8	1.3	-1.6	-0.8	-0.8	-0.7

Fuente: Bancos de Inversión

**PAISES INDUSTRIALIZADOS - REINO UNIDO**



*Temores acerca de un exceso de demanda han originado especulaciones de que la política monetaria contractiva en el Reino Unido podría todavía no haber llegado a su fin*



**Las altas tasas aún podrían subir más**

La economía inglesa registró en el 2004 un crecimiento de 3.1%, la mayor tasa desde el 2000 (+3.9%), impulsada por la inversión (17% del PBI), el gasto público (21% del PBI) y el consumo (65% del PBI), los cuales se expandieron en 5.6%, 4.7% y 3.3%, respectivamente. Por su parte, el sector externo mantuvo el comportamiento deficitario que ha venido presentando durante los últimos años, con las exportaciones durante el 2004 expandiéndose en 3.1%, mientras que las importaciones lo hicieron en 5.2%. De esta manera, el déficit en cuenta corriente alcanzó 2.2% del PBI, por encima de la brecha de 1.7% registrada el 2003. Por su parte, si bien la inflación cerró el 2004 en 1.6%, nivel en el que se ha mantenido a febrero (por debajo del límite de 2% previsto por el Banco Central), los temores acerca de un incremento en las presiones inflacionarias producto de los mayores costos de las materias primas (principalmente petróleo) han originado que se especule acerca de que el fin de la política monetaria contractiva en Reino Unido podría todavía no haber llegado a su fin. En este sentido, un incremento adicional de 25 pbs en la tasa referencial (actualmente en 4.75%) hacia mediados de año no puede descartarse, en un contexto donde un mayor número de miembros del comité que decide el incremento en dicha tasa han comenzado a percibir dichos temores dado el posible exceso de demanda en la economía. El Banco Central de dicho país identificó 2 riesgos principales en la economía, la fortaleza del consumo y la rapidez con la cual los precios a los consumidores responderán a presiones de demanda y costos. Sin embargo, la mayoría de los hacedores de política coincide en señalar que todavía no existe suficiente evidencia que justifique dicho incremento. El resultado final dependerá de los indicadores económicos que vayan presentándose durante los próximos meses.

**Perspectivas:** La economía inglesa continuaría creciendo por encima de las principales economías europeas en el 2005, con un crecimiento que se situaría en el rango 2.5% - 3.0%. Finalmente, inclusive si se diera un incremento adicional de 25 pbs. en la tasa referencial, hacia finales de año el diferencial de tasas con respecto a EEUU se reduciría (dada la política monetaria esperada en dicho país), limitando con ello el potencial apreciatorio de la libra.

**Principales Indicadores Económicos**

	2003	2004				2005		
	Año	IT	IIT	IIIT	IVT	Año	IT	IIT
PNB (miles de US\$ MM)	1,820	523	522	531	551	2,127	545	544
PNB real (var. %)	2.2	3.0	3.5	3.1	3.0	3.1	2.7	2.5
PNB per-cápita (US\$)	30,135	31,608	32,925	33,848	35,104	35,104	35,433	35,759
Demanda Interna (var. %)	2.5	3.7	4.4	3.7	3.4	3.8	3.0	2.9
Consumo (var. %)	2.3	3.6	3.4	3.4	3.0	3.3	2.7	2.9
Inversión (var. %)	2.3	4.6	6.6	6.8	4.5	5.6	4.0	3.0
IPC - Nueva Serie (var. % anual)	1.3	1.3	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4	1.6
Tipo de cambio, fdp (Libras por US\$)	1.73	1.85	1.82	1.81	1.92	1.92	1.88	1.86
Devaluación (var. % anual)	9.5	15.1	11.7	11.9	10.9	10.9	1.8	1.9
Tasa de Interés de política monetaria	3.6	4.0	4.5	4.8	4.8	4.5	4.8	4.8
Resultado del SPNF (% del PBI)	-3.2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-3.0	n.d.	n.d.
Balanza Comercial (miles de US\$ MM)	-53	-16	-16	-19	-20	-71	-18	-18
Exportaciones (miles de US\$ MM)	457	127	129	131	138	525	131	132
Importaciones (miles de US\$ MM)	510	144	145	150	158	597	149	151
Balanza en Cuenta Corriente (miles de US\$ MM)	-31	-11	-10	-17	-9	-47	-12	-12
Balanza en Cuenta Corriente (% del PBI)	-1.7	-2.0	-1.9	-3.2	-1.7	-2.2	-2.2	-2.2

Fuente: Bancos de Inversión

## EVOLUCION DE PROYECCIONES: AÑO 2005

- En América Latina, las mayores expectativas de crecimiento recaen en Chile, seguido por Perú. Entre los países industrializados se espera un dinamismo importante de Estados Unidos, mientras que Alemania e Italia mantendrían un magro crecimiento, como en años anteriores.
- Las expectativas de inflación se vienen moderando ligeramente en Brasil, al igual que en el resto de países de América Latina, lo que respondería a la revaluación que sus monedas vienen mostrando frente al dólar.
- Entre los países industrializados, Estados Unidos y Alemania mantendrían déficit fiscales superiores al 3.0% del PBI. En América Latina, las expectativas sobre Brasil se han deteriorado en respuesta principalmente al mantenimiento de la tasa Selic en niveles elevados.
- Como respuesta a la mejora en su balanza comercial, Ecuador, Brasil y Chile obtendrían superávit en cuenta corriente. El déficit externo esperado para Estados Unidos es el mayor entre los países aquí presentados y se mantienen las expectativas sobre un mayor deterioro.

### Crecimiento del PBI

	Esperado en			
	Jun 04	Set 04	Dic 04	Mar 05
Bolivia	4.3	4.1	3.8	3.8
Brasil	3.4	3.5	3.5	3.7
Colombia	3.7	3.7	3.7	3.6
Chile	4.9	4.8	5.0	5.4
Ecuador	3.9	3.3	3.7	3.7
México	3.4	3.5	3.6	3.7
Perú	3.8	3.8	4.0	4.2
Estados Unidos	3.7	3.5	3.5	3.5
Alemania	1.9	1.8	1.7	1.8
España	3.3	2.9	2.9	2.9
Francia	2.4	2.3	2.2	2.3
Italia	2.0	1.9	1.8	1.9
Reino Unido	2.5	2.5	2.5	2.5

### Inflación

	Esperado en			
	Jun 04	Set 04	Dic 04	Mar 05
Bolivia	4.1	4.2	4.0	4.0
Brasil	5.6	5.7	5.8	5.7
Colombia	5.5	5.5	5.4	5.3
Chile	2.8	2.8	2.9	2.6
Ecuador	3.7	3.3	3.2	2.8
México	3.8	3.8	4.2	4.0
Perú	2.3	2.5	2.6	2.5
Estados Unidos	2.1	2.4	2.3	2.5
Alemania	0.9	1.3	1.3	1.3
España	2.7	2.7	2.7	2.7
Francia	1.6	2.1	2.1	2.1
Italia	2.0	2.0	2.0	2.0
Reino Unido	1.8	1.9	2.0	1.9

### Déficit Fiscal

	Esperado en			
	Jun 04	Set 04	Dic 04	Mar 05
Bolivia	4.5	4.4	4.3	4.3
Brasil	2.4	2.3	2.7	3.0
Colombia	2.9	2.8	2.7	2.7
Chile	-0.3	-0.4	-0.7	-0.9
Ecuador	-1.1	-1.0	-1.0	-0.9
México	0.3	0.3	0.2	0.2
Perú	1.6	1.6	1.3	1.3
Estados Unidos	3.3	3.2	3.2	3.1
Alemania	3.1	3.3	3.3	3.3
España	-0.5	0.0	0.0	0.0
Francia	3.2	2.8	2.8	2.8
Italia	2.8	2.8	2.8	2.8
Reino Unido	3.0	2.9	2.8	2.9

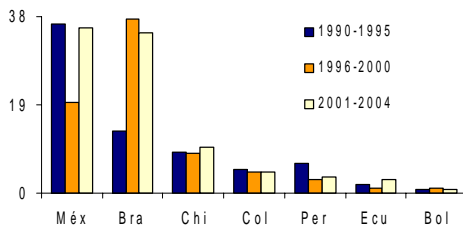
### Déficit en Cuenta Corriente

	Esperado en			
	Jun 04	Set 04	Dic 04	Mar 05
Bolivia	3.9	2.0	0.5	0.5
Brasil	0.3	-0.5	-0.6	-0.6
Colombia	2.0	2.1	2.1	1.9
Chile	0.6	0.2	-1.2	-0.5
Ecuador	1.3	0.3	0.0	-0.7
México	2.5	2.2	1.7	1.8
Perú	1.1	0.9	1.0	0.5
Estados Unidos	4.7	4.8	5.0	5.1
Alemania	-2.7	-4.8	-4.8	-4.8
España	2.9	3.6	3.6	3.6
Francia	-0.7	0.6	0.6	0.6
Italia	0.5	0.8	0.8	0.8
Reino Unido	2.1	1.9	1.9	1.9

Fuente: Latin Focus, FMI

COMENTARIOS FINALES

Principales Receptores de IED  
(como % del total en América Latina 1/)



1/ Comprende Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Chile, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela  
Fuente: CEPAL

- Tras el excepcionalmente favorable contexto internacional del 2004, América Latina enfrentaría este año un escenario algo más complicado, con Estados Unidos liderando el fin del período de políticas monetarias expansivas e incrementando las tasas de interés internacionales.
- Asimismo, un factor que genera incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial es el precio del petróleo, el cual ha vuelto a mostrar volatilidad por problemas asociados tanto a oferta como a demanda.
- En ese sentido, y en línea con la política monetaria menos expansiva de Estados Unidos para atenuar posibles presiones inflacionarias, la debilidad que había venido mostrando el dólar frente a otras monedas importantes, como el euro, se ha moderado en las últimas semanas. Sin embargo, se mantienen dudas sobre el comportamiento de las cuentas externas, lo que se traduce en un déficit en cuenta corriente que este año superaría el 5.0% del PBI, al tiempo que el déficit fiscal permanece en un nivel elevado, dificultando la sostenibilidad fiscal de largo plazo.
- En la Zona del Euro, Alemania e Italia son los países que demuestran mayor lentitud para lograr dinamizar su economía. Considerando sus elevados déficit fiscales (los cuales son de naturaleza estructural, debido a que reflejan los gastos asociados al sistema de pensiones) y su incapacidad por implementar políticas monetarias independientes, es difícil que estos países logren dinamizar la demanda interna, de manera que su crecimiento depende del sector externo. Por el contrario, en países como España y Francia, que han logrado la recuperación de la inversión, se esperan tasas de crecimiento superiores al 2.0%. De otra parte, en Inglaterra la economía mantiene cierto dinamismo, pero a costa de un deterioro en las cuentas fiscales.
- En América Latina, Chile se consolida como el país de mejores indicadores macroeconómicos, y se percibe que se trata de una situación sostenible, a pesar de la aún lenta recuperación del empleo. Aunque las expectativas sobre Brasil son actualmente optimistas, es aún muy pronto para evaluar si el reciente anuncio de no renovación de sus acuerdos con el FMI tendrá un efecto adverso sobre las cuentas fiscales y sobre la percepción que tienen los agentes sobre dicho país. Por otro lado, el ruido político podría complicar el panorama económico en Ecuador (a pesar de que se ha visto favorecido por los altos precios del petróleo) y en Bolivia. De hecho, ambos países se encuentran entre los pocos de la región en los cuales la inversión extranjera directa decayó durante el año pasado.
- El 2005 sería para el Perú otro año con un importante crecimiento, estimulado por políticas fiscal y monetaria expansivas, lo cual estaría asociado a la recuperación de la inversión pública y a una baja inflación. Sin embargo, la evolución de la inflación en la segunda mitad del año dependería crucialmente de la trayectoria del precio internacional del petróleo.
- El rol de la inversión extranjera directa es importante en el crecimiento, ya que la misma en general está ligada a procesos tecnológicos más eficientes que la inversión interna. En este aspecto, Perú se encuentra entre los países más rezagados de la región, pues el 2004 la inversión extranjera directa creció sólo 1.1%, mientras que en países como Brasil o Chile se registraron incrementos de la inversión extranjera superiores al 70%. Ello condiciona un escenario incierto después del 2005, sobre todo teniendo en cuenta que el próximo año se llevan a cabo elecciones presidenciales.

<b>GERENTE DE DIVISION</b>	Javier Maggiolo	(511) 313 2456
<b>CONTROL INTERNO</b>	Rinaldo Chiarella	(511) 313 2414
<b>CREDIBOLSA SAB</b>	José Espósito	(511) 313 2922
Control Interno	Alejandra Agurto	Anx.2923
Trading	Eduardo Tirado	Anx.2902
Ventas Renta Variable	Christian Chocano - Rafael Isola	(511) 313 2900
Ventas Renta Fija	Luis Gordillo	(511) 313 2902
<b>CREDIFONDO SAF</b>	Ignacio Aguirre	(511) 313 2490
<b>ADMIN. DE PATRIMONIOS</b>	Carlos Sotelo	(511) 313 2159
Análisis/Estructuración	Santiago Rey	(511) 313 2197
Servicio al Cliente	Rubén Bueno	Anx.3085
<b>MESA DE DISTRIBUCION</b>	Jorge Monsante	(511) 313 2416
<b>CAMBIOS</b>	André Figuerola	(511) 313 2500
Trading	Ricardo Villamonte	(511) 313 2444
Forward	Gonzalo Navarro	Anx.3061
Arbitrajes - monedas	Roger Schuler	Anx.3063
<b>TESORERIA</b>	André Figuerola	(511) 313 2561
	Carlos De La Puente	(511) 313 2562
	Jorge Siu	Anx.3067
	Mario Melzi	(511) 313 2491
<b>CREDITITULOS ST</b>	José Manuel Peschiera	(511) 313 2182
	Manuel Baca	Anx.3091
<b>CUSTODIA Y FIDEICOMISOS</b>	José Manuel Peschiera	(511) 313 2182
Custodia	Cesar Moreno	(511) 313 2489
Fideicomisos	Juana Cossío	Anx.3090
Registro de Acciones	Frida Izquierdo	(511) 313 2478
<b>ADMINISTRACION</b>	José Carlos Acosta	(511) 313 2473
<b>ASESORIA DE INVERSION</b>	Ernesto Delgado	(511) 313 2909
	Gonzalo Morales	(511) 313 2911
<b>EJECUTIVOS DE INVERSION</b>		
LIMA	Alan Tocre (Coordinador)	(511) 313 2216
Ag Pardo	Augusto Fajardo	(511) 2425981 Ax 6252
Ag Rivera Navarrete	Miguel Fernandez	(511) 4428642 Ax 5564
Ag Rivera Navarrete	Mónica Quiñones	(511) 4428642 Ax 5293
Suc San Isidro	Jorge Ramos M.	(511) 4428642 Ax 5279
<b>Suc San Isidro-Premium</b>	Carola Luque	(511) 4428642 Ax 5308
Suc Oficina Principal Lima	Luis Salazar Q.	(511) 4275600 Ax 4308
Ag Sede Central	Alberto Robles	(511) 3132000 Ax 2302
<b>PROVINCIAS</b>		
Región Sur (Arequipa,Cuzco, Tacna)	Pedro Miñan	(054) 24 7225
Región Norte Sur Chico (Ica, Chincha, Huacho)	Wilmer Villavicencio	(511) 313 2000 Ax 3248
Región Centro Oriente (Huancayo,Pucallpa, Iquitos)	Julio Rocha	(065) 23 4238
Región Norte 1 (Trujillo, Chimbote, Cajamarca)	Pietro Costta	(044) 255719
Región Norte 2 (Tumbes, Piura, Chiclayo,Bagua)	Carlos Ferrando	(073) 323651
<b>ANALISIS</b>		(511) 313 2000
Jefe de Análisis	Claudia Cooper	ccooper@bcp.com.pe Anx.3051
Macroeconomía - Internacional	Luis Edwards	ledwards@bcp.com.pe Anx.3053
Macroeconomía - Perú	Juan Carlos Odar	jodar@bcp.com.pe Anx.3054
Renta Fija - Internacional	Andrés Agramonte	aagramonte@bcp.com.pe Anx.3059
Bancos	Liessel La Rosa	liesselarosa@bcp.com.pe Anx.3055
Minería y Eléctricas	Juan Miguel Pflucker	jmpflucker@bcp.com.pe Anx.3052
Alimentos, Bebidas y Construcción	Claudia Marsano	cmarsano@bcp.com.pe Anx.3056
Renta Fija - Perú	Pedro Cornejo	pcornejo@bcp.com.pe Anx.3057
Asistentes	Karen Casanova	kcasanova@bcp.com.pe Anx.3058
	Romina Ugas	rugas@bcp.com.pe Anx.2651
	Silvana Indacochea	sindacochea@bcp.com.pe Anx.7360