

II.

Inflación y tipo de cambio

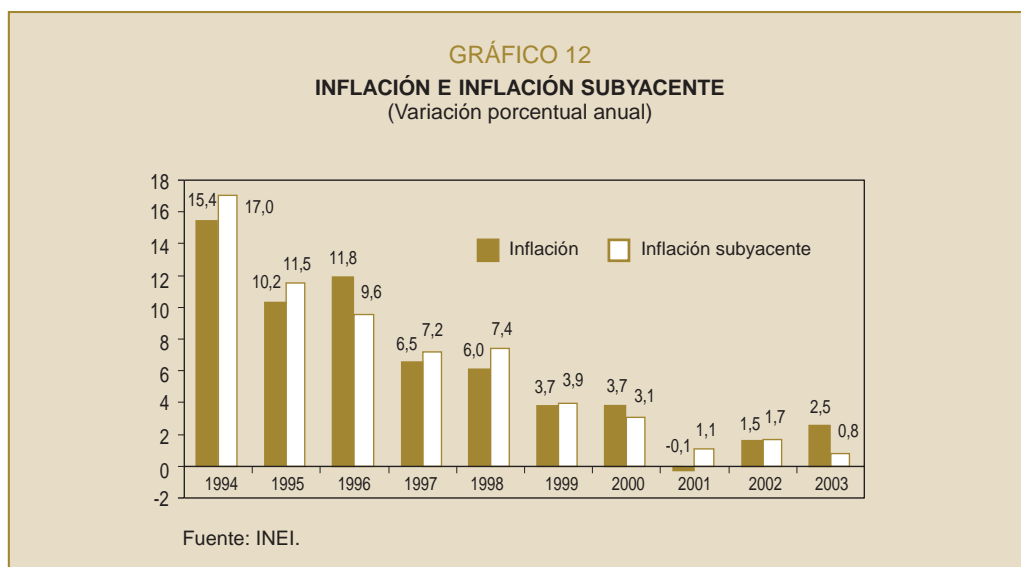
La tasa de inflación en el año 2003, medida por la variación porcentual acumulada del Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana, fue 2,5 por ciento, ubicándose en el nivel meta establecido para la política monetaria por el Directorio del Banco Central.

1. Inflación

En el 2003, segundo año de aplicación del esquema de Metas Explícitas de Inflación, la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) ascendió a 2,48 por ciento, tasa mayor a la registrada en el 2002 (1,52 por ciento). Este resultado se explica por el efecto del incremento de las cotizaciones internacionales de petróleo sobre los precios domésticos de combustibles y servicios de transporte, así como por la menor oferta agrícola local que afectó los precios de

alimentos como la papa. De esta forma, estos rubros –combustibles, servicios de transporte y papa– explicaron 1,80 puntos porcentuales de la inflación anual.

La **inflación subyacente**, indicador de tendencia inflacionaria que excluye los alimentos que presentan una mayor variabilidad en sus precios, combustibles, servicios públicos y tarifas de transporte, acumuló una variación de 0,77 por ciento en el 2003, inferior al 1,69 por ciento registrado el 2002.





En el período enero-octubre de 2003, la inflación subyacente registró una tasa promedio mensual de 0,02 por ciento. Sin embargo, entre noviembre y diciembre acumuló una variación de 0,52 por ciento, principalmente por efecto del aumento de precios de los alimentos procesados (0,54 por ciento), destacando arroz y aceite, que subieron en este período 8 y 5 por ciento, respectivamente.

El aumento de precio del arroz en los últimos meses del año 2003 se atribuye a las menores siembras ejecutadas y proyectadas por problemas de falta de agua en la costa norte, principalmente en Lambayeque.

El aumento de precio de aceites es producto del alza de la cotización internacional del aceite de soya, principal insumo para la elaboración de aceite vegetal. Entre agosto y diciembre de 2003, dicha cotización subió de US\$ 445 a US\$ 642 por TM, por la reducción de inventarios de soya norteamericana, la disminución de cosechas y la mayor demanda de la República Popular China.

La inflación no subyacente acumuló una variación anual de 6,21 por ciento (1,16 por ciento en el 2002), reflejando el aumento de las tarifas de transporte público, alimentos y combustibles, que explicaron 2,9; 2,4 y 1,3 puntos porcen-

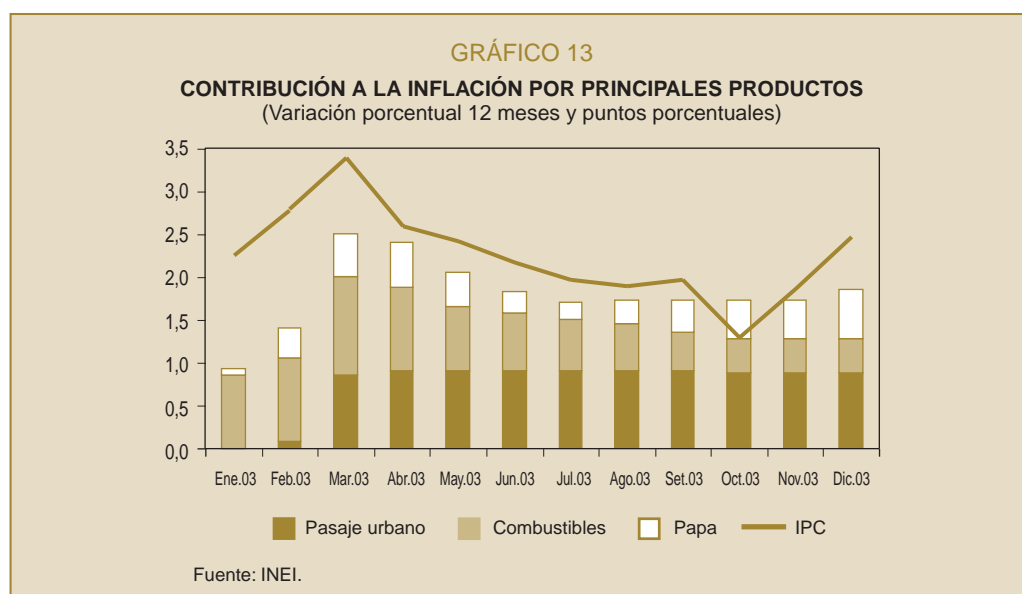
CUADRO 18

INFLACIÓN

(Variación acumulada anual)

	Ponderación	2001	2002	2003
I. INFLACIÓN SUBYACENTE	68,3	1,06	1,69	0,77
Bienes	41,8	0,66	1,76	0,29
Alimentos y bebidas	20,7	-0,59	2,07	-0,08
Textiles y calzado	7,6	1,94	1,06	0,91
Aparatos electrodomésticos	1,0	-0,19	3,42	-1,91
Resto de productos industriales	12,5	2,39	1,54	0,70
Servicios	26,6	1,65	1,57	1,53
Comidas fuera del hogar	12,0	1,29	1,28	1,25
Educación	5,1	3,97	2,70	3,02
Salud	1,3	3,02	3,31	2,19
Alquileres	2,3	-0,37	1,00	0,99
Resto de servicios	5,9	2,14	1,02	0,85
II. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	31,7	-2,82	1,16	6,21
Alimentos	14,8	-1,16	-2,35	5,24
Combustibles	3,9	-13,14	15,60	8,94
Transportes	8,4	-0,02	0,11	10,99
Servicios públicos	4,6	-2,73	1,96	-1,98
III. INFLACIÓN	100,0	-0,13	1,52	2,48

Fuente: INEI.



tuales de la inflación no subyacente anual, respectivamente. Por el contrario, las tarifas de servicios públicos disminuyeron principalmente por la reducción de tarifas eléctricas, presentando una incidencia en la inflación no subyacente de -0,3 puntos porcentuales.

Los precios de los **alimentos** aumentaron 5,2 por ciento, destacando el de la papa, que registró un incremento de precio de 43 por ciento, luego de acumular una caída de 17 por ciento entre el 2001 y 2002. Los bajos precios de esos años afectaron las decisiones de siembra de los productores, registrándose una disminución de las siembras de 11 por ciento en la campaña agosto 2002-julio 2003, con respecto a la campaña anterior, en las principales zonas abastecedoras de Lima.

Los **combustibles** aumentaron de precio en 8,9 por ciento, resultado que

refleja la evolución de las cotizaciones internacionales del petróleo crudo. En el contexto del conflicto bélico en Irak, la cotización internacional del petróleo WTI aumentó de US\$ 26,3 a US\$ 35,8 por barril entre noviembre de 2002 y febrero de 2003 (36 por ciento); posteriormente, disminuyó hasta US\$ 28,1 en mayo (-22 por ciento), para luego aumentar hacia fines de año a US\$ 32,6 por barril, debido al efecto de la reducción de la cuota de producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y al mayor dinamismo de la economía mundial.

De acuerdo con dicha evolución, entre enero y abril los precios domésticos de combustibles aumentaron 11,1 por ciento; disminuyeron 5,6 por ciento entre mayo y julio y aumentaron 3,9 por ciento entre agosto y diciembre de 2003. A nivel de rubros, los precios domésticos de kerosene, gasolinas y gas aumentaron 13;



10 y 4 por ciento en el año, respectivamente.

En **transportes**, el pasaje urbano luego de haberse mantenido constante desde setiembre de 2000, aumentó 11,1 por ciento entre enero y abril de 2003.

Finalmente, las tarifas de los **servicios públicos** disminuyeron 2,0 por ciento, lo que refleja la reducción de las tarifas eléctricas en 4,6 por ciento. Las tarifas telefónicas y de agua potable aumentaron marginalmente en 0,3 y 0,9 por ciento, respectivamente.

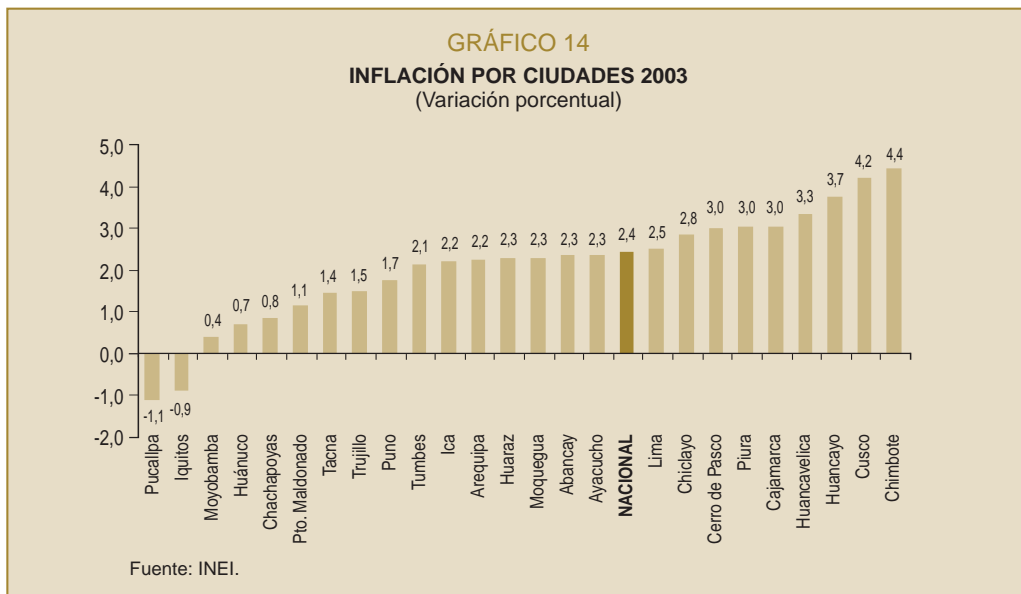
Las tarifas eléctricas disminuyeron principalmente por el reajuste semestral de las tarifas de generación en los períodos mayo - octubre de 2003 y noviembre 2003 - abril 2004, así como por la revisión efectuada en junio y julio del año pasado al modificarse las proyecciones

de demanda y oferta potencial de energía.

En el caso de las tarifas de agua potable, la variación registrada se debe al aumento de un punto porcentual del IGV. Por el mismo motivo aumentaron las tarifas de telefonía a pesar de la aplicación trimestral del factor de productividad, según el reajuste tarifario vigente hasta agosto de 2004.

Inflación nacional

Desde diciembre de 2002, el INEI presenta un índice agregado nacional de precios al consumidor con base a índices de precios correspondientes a 25 ciudades. El aumento de precios acumulado durante el 2003 fue 2,4 por ciento, registrándose en 16 ciudades un incremento menor que el promedio, mientras que las restantes 9 ciudades tuvieron una inflación media mayor.



2. Tipo de Cambio

Durante el 2003, el nuevo sol registró una apreciación nominal fin de periodo de 1,2 por ciento, alcanzando una cotización de S/. 3,472 por dólar en diciembre de 2003. Con excepción del mes de mayo, el tipo de cambio mostró una tendencia apreciatoria en la primera mitad del año; y una relativa estabilidad en la segunda mitad (salvo en diciembre¹) con cotizaciones entre S/. 3,47 - S/. 3,48 por dólar.

En términos reales, el nuevo sol se depreció 7,5 por ciento, explicado por la

variación del tipo de cambio nominal antes mencionada (-1,2 por ciento), de la inflación doméstica (2,5 por ciento) y del índice de precios externos (11,5 por ciento). Esta última variable recoge el efecto de la apreciación de las monedas de nuestros principales socios comerciales respecto al dólar de Estados Unidos de Norteamérica. En el año el dólar se depreció en 12 por ciento respecto al yen y en 17 por ciento respecto al euro. En la región el dólar se depreció respecto al real de Brasil (20 por ciento), al peso argentino (15 por ciento), al peso chileno (15 por ciento) y al peso colombiano (1 por ciento).

CUADRO 19
DEPRECIACION NOMINAL Y REAL DEL NUEVO SOL CON MONEDAS
DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES
 (Tasas de variación a diciembre de 2003)

	Peso 1/	Var.% nominal		Var. % real	
		Desde 1998	Desde 2002	Desde 1998	Desde 2002
Estados Unidos de América	25,1%	28	-1	23	-2
Euro zona	20,1%	45	19	36	18
Japón	10,3%	53	12	25	9
Brasil	6,4%	-51	23	-37	31
Reino Unido	5,8%	35	9	30	9
Chile	4,8%	-7	15	-5	15
China	4,3%	28	-1	3	-3
Colombia	4,0%	-41	-1	-10	2
México	3,4%	-8	-10	29	-9
Argentina	3,4%	-57	15	-49	16
Corea	3,3%	59	0	61	1
Taiwán	2,5%	21	1	22	-1
Venezuela	2,5%	-60	-18	12	1
Canadá	2,4%	39	17	34	17
Bolivia	1,8%	-12	-5	-12	-5
CANASTA	100,0%	11	7	14	7

1/ Peso con respecto al comercio del año 1994.
 Fuente: FMI, Reuters y Bloomberg.

¹ En diciembre debido a la estacionalidad propia del mes se registraron en la última quincena cotizaciones alrededor de S/. 3,462 por dólar, similares a las observadas en abril (mes en el que el tipo de cambio cotizó sus niveles más bajos del año).



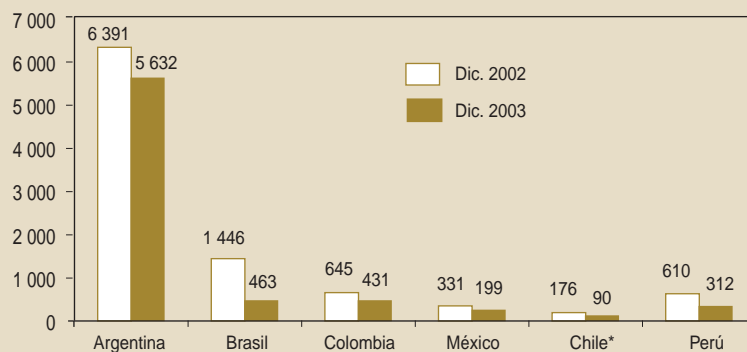
Durante el año 2003 las expectativas de depreciación han mantenido una tendencia descendente. Éstas se han visto reflejadas en la evolución de las encuestas realizadas por el BCRP a las entidades financieras y a los analistas económicos al cierre de cada mes. Asimismo, la tasa de depreciación implícita de las operaciones *forward* a tres meses cayó de 3,2 a 1,8 por ciento entre fines de diciembre de 2002 y de 2003.

La reducción de las expectativas de depreciación se explica principalmente por el desarrollo favorable en las cuentas externas, por el entorno regional positivo y por el debilitamiento del dólar frente al resto de monedas fuertes.

Respecto a la evolución de las cuentas externas², la balanza comercial mostró por segundo año consecutivo un superávit, acumulando US\$ 731 millones durante el 2003, mayor en US\$ 425 millones al del año previo; mientras que los capitales públicos y privados registraron un flujo positivo de US\$ 914 millones, permitiendo una acumulación de RIN de US\$ 596 millones entre fines de 2002 y 2003.

En el plano regional, las economías se vieron favorecidas por las perspectivas positivas de Brasil básicamente por el avance de sus reformas en el sistema de pensiones que permitirían una reducción sustancial de su déficit fiscal y por las menores expectativas de inflación que

GRÁFICO 15
SPREAD DE BONOS SOBERANOS
(EMBI+ en puntos básicos)



* En el caso de Chile se ha tomado el EMBI GLOBAL.

Fuente: Reuters y Bloomberg.

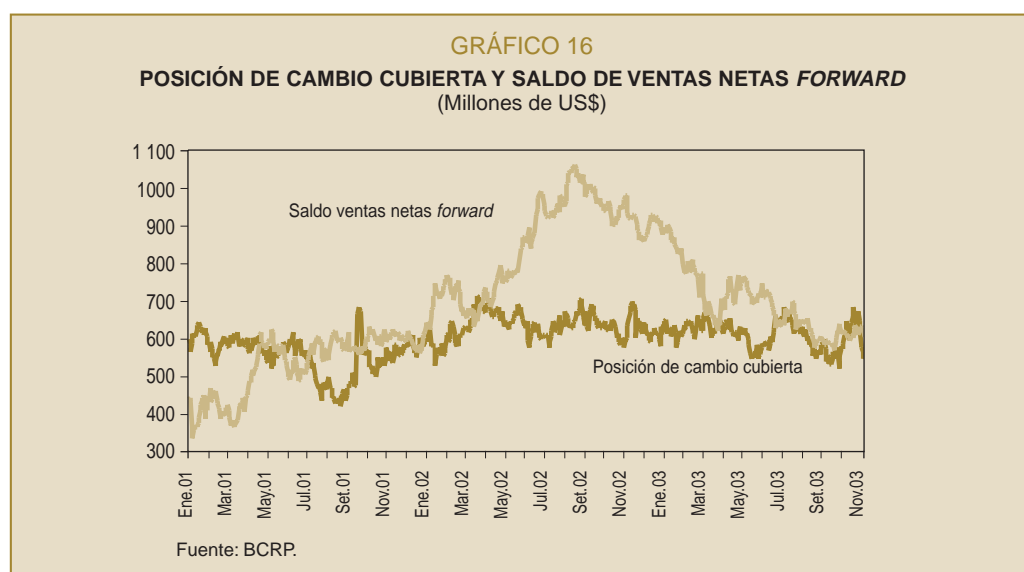
² Cabe mencionar que en setiembre se dieron avances en el proyecto Camisea que también favorecieron las expectativas apreciatorias del tipo de cambio. Se aprobó un crédito de la CAF (por US\$ 75 millones) y otro del BID (por US\$ 75 millones y garantías crediticias del BID para un crédito sindicado por US\$ 60 millones) y se firmó el contrato entre las empresas Perú LNG y Tractebel para la exportación del gas licuado de Camisea a México.

favorecieron la reducción de tasas de interés del último trimestre. De esta manera, se observó una mayor entrada de capitales a la región y una mayor demanda por títulos de deuda de las economías emergentes. Así, la entrada de capitales habría influido en las presiones apreciatorias sobre las monedas de la región y en la reducción de los *spreads*. En el caso peruano, el *spread* del EMBI+ de Perú llegó a cotizar por debajo de los 300 pbs en el último trimestre del año. Cabe señalar que en ese mismo período la agencia Fitch modificó la perspectiva de Perú de “negativa” a “estable”, la agencia Standard & Poor’s mantuvo la calificación de riesgo país en “BB-” y el gobierno colocó un bono global por US\$ 500 millones a 30 años.

Las bajas expectativas de depreciación habrían incidido en una mayor prefe-

rencia por activos en moneda local que se reflejó en la mayor colocación de los bonos del Tesoro, tanto bajo el programa de Creadores de Mercado (emisiones de bonos globales) como de las emisiones de Letras del Tesoro. Al cierre del año 2003 el saldo de las colocaciones era de S/. 2 932 millones, monto que incluye las colocaciones VAC y que es superior a los S/. 733 millones del año previo. De los S/. 2 932 millones, S/. 1 712 millones corresponden al programa de Creadores de Mercado y S/. 1 220 millones a las Letras del Tesoro.

Asimismo, estas bajas expectativas de depreciación habrían influido en el escaso movimiento de operaciones *forward*, especialmente en lo que se refiere a las operaciones de venta (menor flujo de nuevas operaciones y de renovación de vencimientos)³.



³ El saldo de compras *forward* registró una ligera reducción de US\$ 9 millones, frente a la disminución de US\$ 307 millones del saldo de ventas.



En este contexto, el Banco Central intervino en el mercado cambiario para contrarrestar el efecto de las presiones apreciatorias del tipo de cambio sobre la inflación (evitar presiones deflacionarias) y para recomponer las RIN. En todo el año el BCRP compró US\$ 1 050 millones, monto superior a las intervenciones realizadas en los últimos 6 años. Estas intervenciones se concentraron básicamente en los meses de marzo, abril, julio, octubre y diciembre cuando se incrementaron significativamente las presiones apreciatorias por factores estacionales y temporales como la mayor demanda de moneda doméstica por el pago de impuesto y gratificaciones.

Entre fines de diciembre de 2002 y 2003, el **saldo de ventas netas forward**

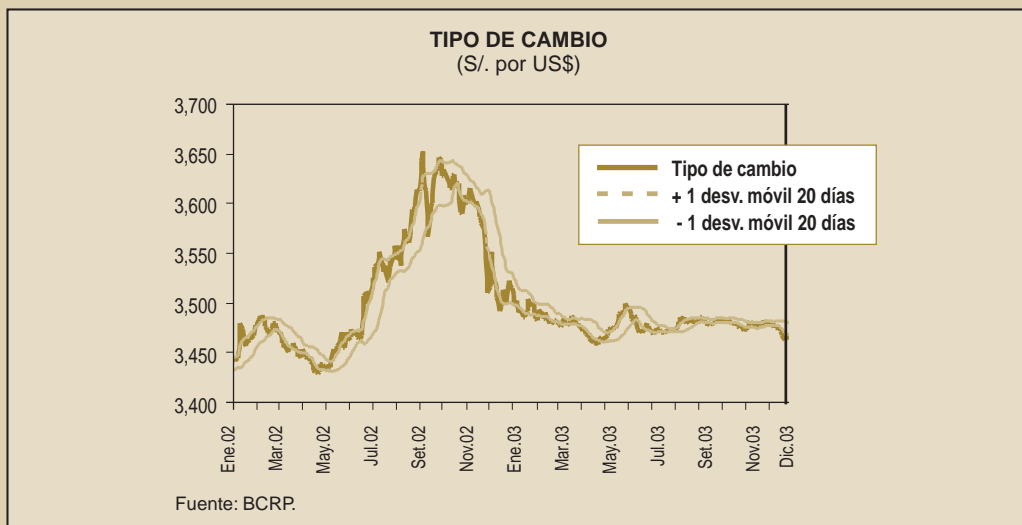
se redujo de US\$ 905 a US\$ 607 millones. En el mismo período, la **posición de cambio** de las entidades bancarias cayó en US\$ 106 millones al pasar de US\$ 642 a US\$ 536 millones.

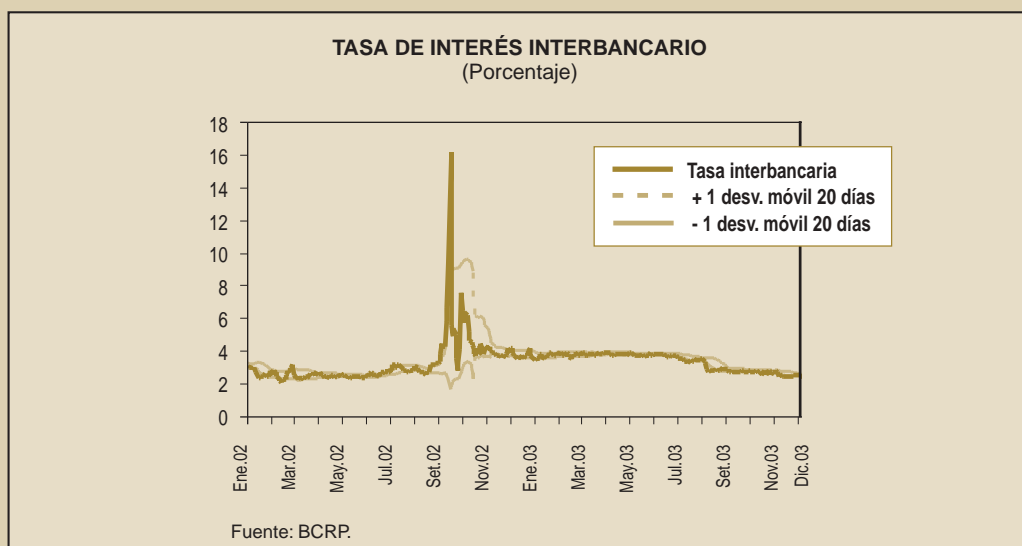
Este resultado refleja las ventas *spot* al BCRP de US\$ 1 050 millones, las ventas netas *forward* pactadas con el público de US\$ 3 126 millones y los vencimientos de CDRs de US\$ 87 millones; operaciones que fueron parcialmente compensadas por las compras en el mercado *spot* al público por US\$ 4 124 millones (las compras netas descontando el efecto de los vencimientos de *forwards non delivery* y *swaps* fueron de US\$ 1 161 millones) y al Banco de la Nación por US\$ 33 millones.

RECUADRO 3

RÉGIMEN CAMBIARIO PERUANO

Desde 1990 el Perú ha implementado un **régimen de tipo de cambio flotante**. Ello significa que el tipo de cambio es determinado por el mercado, es decir, por las condiciones de oferta y demanda. Bajo este régimen y en el contexto de libre movilidad de capitales y de ausencia de restricciones para las operaciones cambiarias, se incrementa el rol del tipo de cambio como variable de ajuste, lo que permite al Banco Central utilizar su instrumental monetario con mayor flexibilidad e independencia.





En el caso de Perú, el régimen de flotación ha permitido que el Banco Central profundice y mejore su manejo monetario, otorgándole mayor independencia a su política monetaria. Esta política, basada antes en el manejo de agregados monetarios, se rige desde el año 2002 por el esquema de Metas Explícitas de Inflación, esquema utilizado no sólo por economías desarrolladas sino también por economías de la región como Chile y Brasil. En un contexto de flexibilidad cambiaria, el Banco Central ha podido utilizar la tasa de interés interbancaria como instrumento de política. Ello ha permitido que, durante el 2003, el nivel y la volatilidad de dicha variable registre una disminución importante.

La adopción de un régimen de tipo de cambio flotante no significa que un banco central abandone sus intervenciones en el mercado cambiario. Al igual que otras economías de la región con regímenes cambiarios de flotación (como Brasil, Chile y Colombia), el BCRP ha intervenido a través de la Mesa de Negociación bajo determinadas condiciones y eventos específicos. Estas intervenciones son parte de los instrumentos monetarios en dólares con los que cuenta el BCRP y con los que también podría afectar la evolución del mercado cambiario.

Instrumentos monetarios en moneda extranjera

1. Tasa de encaje en moneda extranjera. Los depósitos en moneda extranjera están sujetos a tasa de encaje de 20 por ciento.
2. Compra temporal de moneda extranjera (*swaps*). Son operaciones de reporte de moneda extranjera que el BCRP realiza con las entidades financieras.
3. Créditos de regulación monetaria en dólares (redescuento) cuya tasa de interés se basa en la LIBOR a un mes.
4. Depósitos *overnight* en moneda extranjera de las empresas bancarias en el BCRP.
5. Subasta de Certificados de Depósitos del BCRP ajustados al dólar.
6. Compras y ventas de moneda extranjera al sector público fuera de Mesa de Negociación.
7. Compras y ventas de moneda extranjera en el mercado interbancario spot a través de la Mesa de Negociación del BCRP.

Las intervenciones de un banco central buscan suavizar lo que se califica como movimientos temporales muy bruscos del tipo de cambio o a corregir situaciones en las que los mercados se tornan muy desordenados. Dichos movimientos pueden provenir de cambios bruscos y temporales en los flujos de capital, de recomposiciones de portafolio de los agentes, entre otros factores. Finalmente, como sucedió durante el año 2003, el banco también puede intervenir en el mercado cambiario para evitar apreciaciones cambiarias que puedan comprometer su objetivo de inflación y puedan incluso llevar a enfrentar presiones deflacionarias. Estas intervenciones se realizaron a través de compras de moneda extranjera en el mercado *spot* en la Mesa de Negociación del BCRP.



Intervención del BCRP en Mesa de Negociación
(Millones de US\$)

	1999	2000	2001	2002	2003
Ventas	120	0	59	127	0
Compra	316	3	203	95	1 050
# de intervenciones	42	1	35	21	122
% <i>spot</i> público	2%	0%	1%	3%	3%
% <i>spot</i> interbancario	3%	0%	5%	6%	9%

Fuente: BCRP.

Con respecto al mercado cambiario peruano, cabe mencionar que es relativamente poco profundo en comparación a otros de la región. En el 2003, las operaciones *spot* de la banca con el público y las interbancarias fueron aproximadamente de US\$ 140 y US\$ 60 millones como promedio diario, respectivamente. Asimismo, existe un mercado cambiario *forward* que transa US\$ 30 millones como promedio diario entre compras y ventas. En el año 2003 el monto total de intervención efectuada por el BCRP, en promedio, no superó el 3 y 9 por ciento de los volúmenes totales negociados en el mercado *spot* en los meses de intervención, entre la banca y el público y entre las instituciones bancarias, respectivamente.