

# **REPORTE DE INFLACIÓN:**

## **Evolución y perspectivas**

**Enero 2004**

Banco Central de Reserva del Perú  
Jirón Antonio Miró Quesada 441, Lima - 1  
Teléfono: 427-6250 - Fax: 427-5880  
Correo electrónico: [webmaster@bcrp.gob.pe](mailto:webmaster@bcrp.gob.pe)



## CONTENIDO

RESUMEN EJECUTIVO .....	5
INTRODUCCIÓN .....	7
I. EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA EN EL 2003 .....	9
I.1 Tasas de interés y agregados monetarios .....	9
I.2 Inflación.....	16
I.3 Tipo de Cambio .....	22
I.4 Demanda Interna y PBI .....	25
I.5 Cuentas externas .....	29
I.6 Gasto público y cuentas fiscales .....	31
II. PROYECCIONES .....	33
II.1 Inflación.....	33
II.2 Actividad económica .....	36
II.3 Sector externo .....	40
II.4 Cuentas fiscales .....	45
III. BALANCE DE RIESGOS .....	47
CONCLUSIONES .....	48



## RESUMEN EJECUTIVO

- En este primer Reporte de Inflación del año 2004 se analiza la evolución de la política monetaria en el 2003 y las proyecciones macroeconómicas para este año. La tasa de inflación de 2003 se ubicó en su nivel meta de 2,5 por ciento, mayor a la proyección central del Reporte de Inflación del mes de agosto que consideraba niveles cercanos al límite inferior de la meta (1,5 por ciento). Esta diferencia se explica, principalmente, por incrementos en los precios de algunos alimentos durante el último trimestre debido al efecto de las condiciones climáticas adversas, las mismas que se tradujeron en menores rendimientos y siembras. Cabe mencionar que en el mes de enero se mantienen los choques transitorios de oferta que tuvieron incidencia también en los precios de algunos alimentos, registrándose en el mes una inflación de 0,54 por ciento y acumulando una variación de 2,8 por ciento en los últimos 12 meses.
- La posición de la política monetaria se flexibilizó durante el segundo semestre de 2003 tomando en cuenta la evolución observada y esperada de la tasa de inflación. Así, la tasa de interés interbancaria pasó de 3,8 por ciento en diciembre de 2002 a 2,5 por ciento en diciembre de 2003. Esta evolución estuvo influenciada por la reducción de las tasas de interés de referencia del Banco Central, las cuales fueron modificadas en cuatro ocasiones, que indujeron disminuciones de 25 puntos básicos en la tasa interbancaria en 3 ocasiones (julio, setiembre y noviembre) y una de 50 puntos básicos (agosto). La posición de política monetaria actual sería consistente con que la inflación se ubique alrededor de su nivel meta en el 2004, lo cual constituye una revisión hacia arriba con respecto a lo esperado en el Reporte de Inflación del mes de agosto (2,0 por ciento). La trayectoria del escenario central de proyección de inflación contempla un alza temporal en el primer trimestre por los choques transitorios de oferta que estarían afectando los precios

de algunos alimentos este trimestre del presente año. Entre los choques previstos están el efecto que podría tener sobre los precios de aceites y pan (rubro alimentos) el incremento del precio internacional de la soya y el trigo, respectivamente.

- Se prevé condiciones externas favorables para la economía peruana, asociadas a una mejora de la cotización de nuestros principales productos de exportación tradicional y a la continuidad de tasas de interés externas bajas. Estas condiciones se sustentan en la recuperación económica que viene mostrando la economía mundial.
- La proyección de crecimiento de la demanda interna para el 2003 se ha mantenido en 3,6 por ciento, mientras que la de 2004 ha sido ligeramente modificada de 3,8 a 3,7 por ciento. Para el 2003 se ha revisado ligeramente a la baja la proyección de crecimiento del PBI de 4,0 por ciento del Reporte de Inflación de agosto a 3,9 por ciento. Sin embargo, para el año 2004 la proyección de crecimiento del PBI se mantiene en 4,0 por ciento, debido a la fortaleza de las exportaciones.

## INTRODUCCIÓN

1. Desde el año 2002, la política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú sigue un esquema de metas explícitas de inflación. La meta de inflación anual es de 2,5 por ciento, con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo. De esta manera, las decisiones de política monetaria que adopta el Directorio del BCRP buscan neutralizar presiones inflacionarias o deflacionarias. La meta de inflación del BCRP se mide por la variación del Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana, que es calculado por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). Adicionalmente, el BCRP calcula una medida referencial de inflación subyacente con la finalidad de excluir variaciones de precios de algunos productos que no son relevantes para identificar la tendencia de la inflación.
2. Tomando en cuenta que la política monetaria afecta a la inflación con cierto rezago, las decisiones del Directorio consideran proyecciones sobre la evolución futura de los precios. Estas previsiones están vertidas en los Reportes de Inflación que publica el BCRP, de manera tal que su difusión permite compartir con los agentes económicos la información relevante que emplea el banco para la toma de decisiones. Este primer Reporte del presente año contiene la ejecución de la política monetaria de 2003 y las proyecciones macroeconómicas para el 2004.
3. Las decisiones de política monetaria son adoptadas por el Directorio el primer jueves de cada mes, las mismas que se vienen anunciando en términos de tasas de interés de referencia para las operaciones monetarias activas (créditos de regulación monetaria y repos directas) y pasivas (depósitos *overnight*) con las empresas bancarias. Estas tasas de interés fijadas por el BCRP establecen un corredor de referencia para la tasa de interés interbancaria. Las operaciones monetarias que ejecuta el BCRP diariamente están dirigidas a mantener la tasa de interés interbancaria en el centro del corredor de referencia.





## I EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA EN EL 2003

### I.1 Tasas de interés y agregados monetarios

#### *Tasa de interés interbancaria*

4. Durante el primer semestre del año, el Banco Central mantuvo estable su posición de política monetaria con una tasa interbancaria de 3,8 por ciento, en un contexto de aceleración de la inflación en el primer trimestre, por efecto de los mayores precios internacionales de los combustibles.

En el segundo semestre el Banco Central flexibilizó su posición de política monetaria en cuatro oportunidades mediante reducciones de sus tasas de interés de referencia, las mismas que indujeron disminuciones en la tasa de interés interbancaria de 25 puntos básicos en los meses de julio, setiembre y noviembre y 50 puntos básicos en agosto (tasa de 2,5 por ciento desde el mes de noviembre).

Esta flexibilización de la política monetaria se realizó por las previsiones de que la tasa de inflación en los años 2003 y 2004 se ubicaría en el límite inferior de la meta y de que la tasa de crecimiento de la demanda interna en dichos años sería menor a lo originalmente previsto (Reporte de Inflación de agosto).

5. Las tasas de interés de referencia del Banco Central para sus operaciones pasivas con la banca (depósitos *overnight*) y activas (repos directas y créditos de regulación monetaria) determinan un corredor de referencia para la tasa de interés del mercado interbancario en soles. Las operaciones monetarias que diariamente se han efectuado para inyectar o retirar liquidez han permitido que entre setiembre y diciembre de 2003 el nivel de la tasa de interés del mercado de préstamos interbancarios se ubique alrededor del centro del corredor que forman estas tasas de interés de referencia. De esta forma, la desviación estándar promedio de la tasa de interés interbancaria durante el 2003 fue de 0,1 puntos porcentuales, continuando la tendencia decreciente registrada en los últimos años.

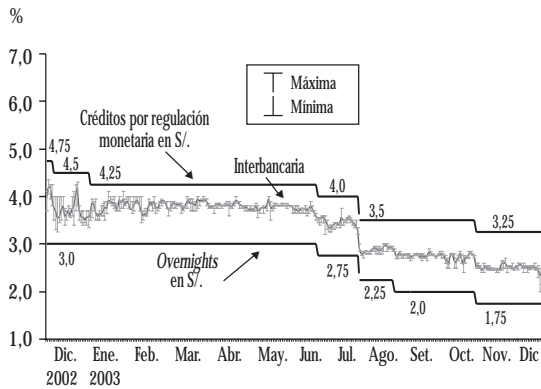
**Cuadro 1**  
**NIVEL Y VARIABILIDAD DE LA TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA**  
(En puntos porcentuales)

Año	Nivel promedio	Desviación estándar
1998	19,0	6,6
1999	14,9	4,8
2000	12,7	2,5
2001	8,6	0,9
2002	3,2	0,5
2003	3,4	0,1

**Cuadro 2**  
**TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA EN SOLES: 2003**

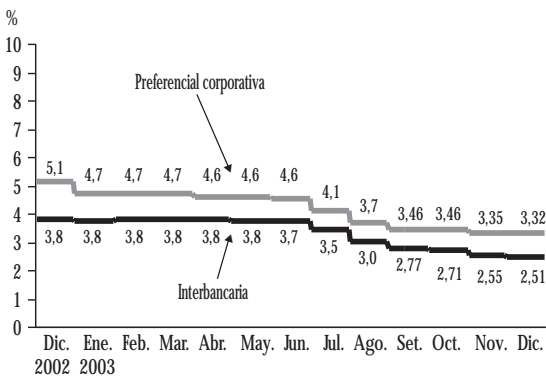
	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Oct.	Nov.	Dic.
Promedio	3,75	3,80	3,82	3,84	3,78	3,74	3,47	3,01	2,77	2,71	2,55	2,51
Desviación estándar	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0
Coef. variabilidad (%)	3,6	2,6	1,6	1,3	1,8	1,3	2,5	8,2	2,2	2,9	4,3	2,0

**Gráfico 1**  
**TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL**  
(Diciembre 2002-Diciembre 2003)



6. Tal como en los meses previos, las reducciones de la tasa de interés interbancaria continuaron induciendo una disminución de las demás tasas de interés en soles del mercado (depósitos, créditos y valores). En el caso de la tasa de interés correspondiente a los créditos a 90 días a clientes de bajo riesgo, la tasa de interés se redujo de 3,7 por ciento en agosto a 3,3 por ciento en diciembre de 2003.

**Gráfico 2**  
**TASA DE INTERÉS PROMEDIO MENSUAL EN MONEDA NACIONAL**  
(Diciembre 2002 - Diciembre 2003)



**Cuadro 3**  
**TASAS DE INTERÉS PARA OPERACIONES EN SOLES**  
(En porcentajes)

	2001				2002				2003			
	Mar.	Jun.	Set.	Dic.	Mar.	Jun.	Set.	Dic.	Mar.	Jun.	Set.	Dic.
1. Interbancaria	10,3	16,0	5,9	3,1	2,5	2,6	5,4	3,8	3,8	3,7	2,8	2,5
2. Depósitos de ahorro	6,8	6,6	5,2	3,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,5	1,3	1,3
3. Activa preferencial	12,4	13,2	9,4	5,0	3,9	3,7	6,8	5,1	4,7	4,6	3,5	3,3
4. Activa promedio hasta 360 días	21,3	21,2	19,4	17,2	15,5	14,1	14,0	14,8	14,3	14,0	14,3	14,0
5. CD												
Del saldo	12,6	12,4	10,8	7,5	5,4	4,8	4,1	4,7	4,7	4,8	4,3	3,9
Plazo promedio de las colocaciones del mes (en meses) <sup>1/</sup>	6	7	6	6	6	6	-	8	12	7	15	11

1/ Excluye colocaciones de CD a una semana

## RECUADRO 1

### Impacto de la tasa de interés interbancaria sobre el resto de tasas de interés en soles

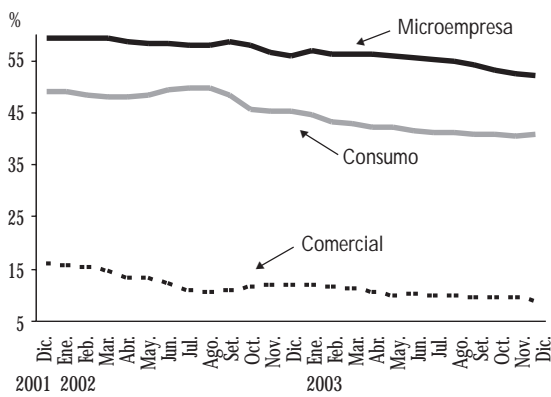
El Banco Central incide sobre el comportamiento de la tasa de interés interbancaria a través de sus operaciones monetarias. El mercado de préstamos entre bancos (interbancario) se forma entre los bancos oferentes y demandantes de fondos en soles a muy corto plazo. Un banco puede encontrarse en una posición ofertante o demandante en el mercado interbancario, dependiendo de su nivel individual de liquidez. El Banco Central regula el nivel agregado de liquidez en la banca con lo cual influye sobre la determinación de la tasa de interés interbancaria.

El nivel de esta tasa de interés sirve de referencia para la formación del resto de tasas de interés en soles, y por lo general afecta más a aquellas tasas con menor riesgo crediticio y menores plazos. Una mayor respuesta de las tasas de interés en soles a la tasa interbancaria refuerza la potencia de la política monetaria vía el canal de tasas de interés.

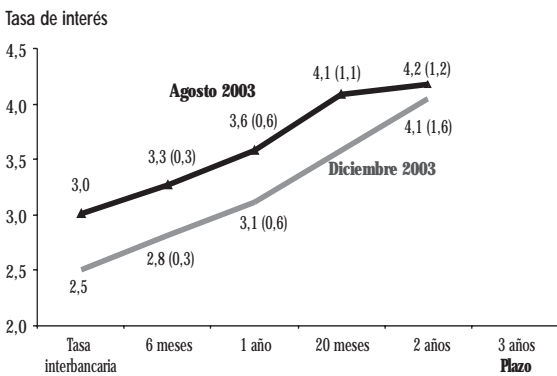
Para estimar estos efectos, se consideró información del periodo comprendido entre 1995 y 2003, el cual fue dividido en dos sub-periodos para identificar si este canal de transmisión de la política monetaria se ha reforzado con la reducción reciente de la volatilidad de la tasa de interés interbancaria. Los resultados muestran que los efectos de un cambio de un punto porcentual en la tasa de interés interbancaria son significativamente mayores sobre las tasas de interés de préstamos y depósitos con plazos menores a 360 días en el caso de la segunda sub-muestra. Así, por ejemplo, el impacto de una modificación de un punto porcentual en la tasa de interés interbancaria sobre la tasa de préstamos hasta 360 días es de 0,46 puntos porcentuales en el lapso de 5 meses.

	IMPACTOS (en puntos porcentuales)		DURACIÓN MEDIA DEL IMPACTO (en meses)	
	Abr:95-Ene:01	Feb:01-Mar:03	Abr:95-Ene:01	Feb:01-Mar:03
<b>Tasas de Interés</b>				
Préstamos				
A 360 días	0,11	0,46	4,6	4,6
A más de 360 días	0,61	0,61	9,1	9,1
<b>Depósitos</b>				
Ahorro	0,04	0,25	0,3	1,5
Plazo hasta 30 días	0,18	0,61	0,0	0,6
Plazo 31-179 días	0,06	0,44	0,2	2,3
Plazo 180-360 días	0,21	0,21	3,0	3,0
Plazo más de 360 días	0,13	0,13	6,0	6,0

**Gráfico 3**  
**TASA DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL PARA CRÉDITOS A LA MICROEMPRESA, DE CONSUMO Y COMERCIALES**



**Gráfico 4**  
**RENDIMIENTOS DE CDBCRP POR PLAZO <sup>1/</sup>**



1/ Los números entre paréntesis indican spreads con respecto a la tasa interbancaria.

7. La tendencia decreciente que han registrado las tasas de interés activas en moneda nacional del sistema bancario, cobradas al segmento de microfinanzas durante los últimos años, se mantuvo entre setiembre y diciembre de 2003, en particular en el caso de las tasas cobradas por créditos a la microempresa y por créditos de consumo y préstamos comerciales, en forma más pronunciada en el primer caso. La tasa de interés para créditos a microempresas pasó de 54,8 por ciento en agosto a 52,2 por ciento en diciembre. Por su parte, la tasa cobrada por créditos de consumo pasó de 41,1 por ciento en agosto a 40,9 por ciento en diciembre. Asimismo, los préstamos comerciales se situaron en diciembre en 8,9 por ciento luego que en agosto se ubicaban en 9,6 por ciento.

8. Siguiendo la reducción de las tasas de referencia de la política monetaria, la curva de rendimientos de los Certificados de Depósito del Banco Central (CDBCRP) para diferentes plazos se desplazó hacia abajo entre agosto y diciembre de 2003. Así, para el plazo de 1 año la tasa de interés se redujo en 0,5 puntos porcentuales, mientras que para el plazo de 2 años ésta fue menor en 0,1 puntos porcentuales. No obstante, se observó un empinamiento de la curva para los plazos mayores a un año, lo que reflejaría las expectativas de los agentes en torno a un incremento de las tasas de interés en el futuro, en línea con las expectativas de alza de las tasas de interés internacional.

9. El saldo de CDBCRP se ha incrementado a lo largo del año, pasando de S/. 1 635 millones en diciembre de 2002 a S/. 4 097 millones al cierre de 2003, para esterilizar las operaciones cambiarias del Banco Central. En este contexto, se han ampliado los plazos de los CDBCRP hasta 3 años, para diversificar sus vencimientos, y se han realizado colocaciones fungibles para incentivar una mayor liquidez de estos títulos. Así, mientras que a diciembre de 2002 el plazo de certificados a plazos mayores o iguales a un año era de S/. 380 millones, al cierre de 2003 el saldo de CDBCRP a estos plazos fue de S/. 3 095 millones. En este período, la tasa de interés promedio del saldo de estos certificados ha disminuido de 4,7 a 3,9 por ciento.

**Cuadro 4**  
**SALDO DE CDBCRP POR PLAZO**  
(Millones de nuevos soles)

	Dic. 2002	Dic. 2003
Hasta 3 meses	130	32
5 y 6 meses	565	790
7 y 9 meses	560	180
1 año y 18 meses	380	2 280
2 y 3 años	0	815
<b>Total</b>	<b>1 635</b>	<b>4 097</b>
Tasa de interés promedio del saldo de CDBCRP	4,7%	3,9%

10. Durante el año 2003, en el marco del programa de colocaciones de Bonos Soberanos (BTP) bajo el sistema de creadores de mercado iniciado el mismo año, se colocaron bonos por S/. 1 712 millones. El saldo de bonos soberanos en soles al cierre del año se ubicó en S/. 2 660 millones (S/. 1 933 millones a diciembre de 2002). Este programa ha permitido aumentar la liquidez de los títulos públicos y, con ello, dotar al mercado de referencias para la emisión de instrumentos privados de deuda a plazos mayores.

Por su parte, dentro del programa de emisión de Letras del Tesoro Público (LTP), se colocaron letras por S/. 1 220 millones a plazos entre 18 y 182 días. El saldo de letras del Tesoro al cierre del año 2003 se ubicó en S/. 200 millones.

11. La prolongación de los plazos de colocación de los CDBCRP hasta 3 años (desde setiembre de 2003) y la colocación de bonos soberanos nominales a plazos de hasta 5 años han servido de referencia al sector privado para emisiones de títulos-valores a tasas de interés nominales fijas en moneda nacional. Así, en agosto Telefónica colocó bonos nominales a 5 años (S/. 63 millones), mientras que en setiembre Edelnor colocó bonos a 4 años (S/. 40 millones). Por su parte, en diciembre se emitieron bonos de Luz del Sur a 2 años (S/. 35 millones) y 3 años (S/. 35 millones), así como bonos de Edegel a 3 años (S/. 50 millones).

**Cuadro 5**  
**EVOLUCIÓN DE TASAS REFERENCIALES PARA INSTRUMENTOS DE HASTA 5 AÑOS**

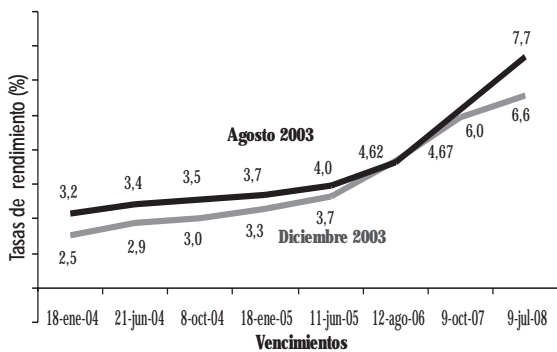
	MERCADO PRIMARIO							
	BONOS CORPORATIVOS							
	2 años				3 años		4 años	5 años
	Backus	Edegel	Luz del Sur	Telefónica	Edegel	Luz del Sur	Edelnor	Telefónica
<b>2003</b>								
Enero	-	-	-	-	-	-	-	-
Febrero	-	-	-	-	-	-	-	-
Marzo	6,48	-	-	6,61	-	-	-	-
Abril	-	-	-	6,28	-	-	-	-
Mayo	-	-	-	-	-	-	-	-
Junio	-	6,09	-	5,25	-	-	-	-
Julio	-	-	-	-	-	-	-	-
Agosto	-	-	-	-	-	-	-	8,10
Setiembre	-	-	-	-	4,17	-	4,52	-
Octubre	-	-	-	-	4,93	-	-	-
Noviembre	-	-	-	-	-	4,87	-	-
Diciembre	-	-	4,05	-	4,81	4,77	-	-

12. El saldo de títulos denominados en soles emitidos por las empresas y el sistema financiero ha mostrado una participación creciente dentro del saldo total de instrumentos de renta fija. Así, en 2001 el saldo de instrumentos en soles representó 28 por ciento del saldo total, porcentaje que aumentó a 30 por ciento en 2002 y a 34 por ciento en 2003.

Cabe mencionar que la participación de los bonos VAC dentro del saldo total de los bonos emitidos en moneda nacional ha venido disminuyendo notablemente en los últimos años. En 1998, el saldo de bonos VAC representó el 96 por ciento del total de títulos de renta fija en moneda nacional, mientras que a fines de 2003 este ratio fue 53 por ciento, lo que implica un proceso además de desindización.

13. Las tasas de interés de los bonos soberanos del Tesoro Público en el mercado secundario han venido registrando una tendencia decreciente, observándose un empinamiento para plazos menores a 3 años, y un aplanamiento de la curva de rendimientos para plazos mayores. Así, la tasa de interés del Bono Soberano Junio 2005 se redujo en 0,3 puntos porcentuales entre agosto y diciembre de 2003, mientras que la tasa del Bono Agosto 2006 se mantuvo estable en similar periodo. Por su parte, la tasa del Bono Soberano Julio 2008 disminuyó en 1,1 puntos porcentuales en similar periodo, luego del efecto inicial de mayor tasa de interés que se obtiene cuando se emite por primera vez a un plazo mayor (5 años).

**Gráfico 5**  
**TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS SOBERANOS DEL TESORO PÚBLICO** <sup>1/</sup>



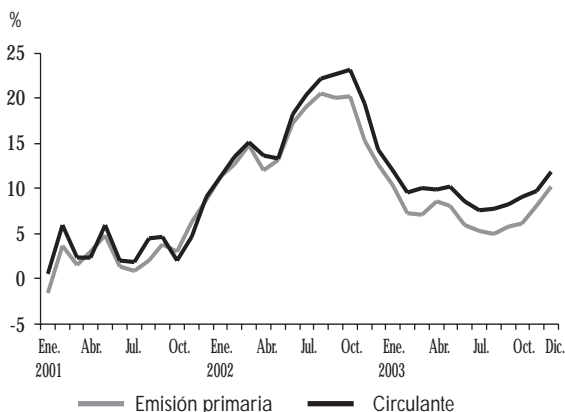
1/ Últimas tasas registradas en los mercados primario y/o secundario.

### Agregados monetarios

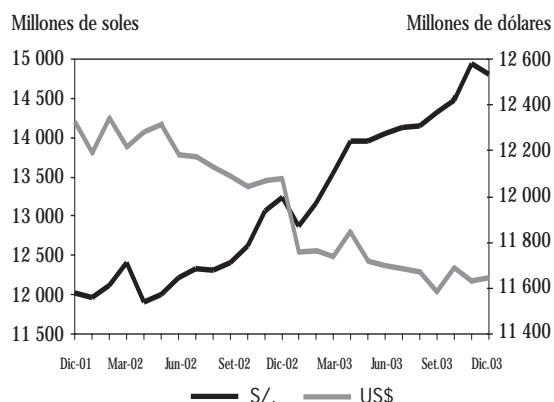
14. Desde agosto de 2003, las tasas de crecimiento anual de la emisión primaria y el circulante han retomado la tendencia creciente que se registró entre fines de 2001 y el primer semestre de 2002. Cabe recordar que la tasa de crecimiento del saldo de circulante disminuyó significativamente entre octubre de 2002 y julio de 2003, debido en parte a la elevación de tasas de interés en el segundo semestre de 2002 y al efecto estadístico de los mayores saldos en el año previo. Con la reducción de tasas en el segundo semestre de 2003, la expansión del circulante se ha acelerado nuevamente. Así, la tasa de variación anual de esta variable pasó de 8 por ciento en agosto de 2003 a 12 por ciento en diciembre del mismo año. El saldo promedio de emisión primaria, por su parte, registró una tasa de crecimiento anual de 5 por ciento en agosto de 2003, para luego aumentar hasta 10 por ciento en diciembre del mismo año.

15. Entre julio y diciembre de 2003, el crédito del sistema financiero al sector privado en soles aumentó 4,8 por ciento mientras que

**Gráfico 6**  
**CRECIMIENTO DEL CIRCULANTE Y DE LA EMISIÓN PRIMARIA: ENERO 2001-DICIEMBRE 2003**  
(Tasas de variación respecto al mismo mes del año anterior)



**Gráfico 7**  
**CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO**



el crédito en dólares disminuyó 0,4 por ciento. A lo largo del año, el crédito en soles creció 11,7 por ciento mientras que el crédito en dólares se redujo 3,6 por ciento.

16. La expansión del crédito en soles de julio a diciembre (S/. 679 millones) correspondió principalmente a los inversionistas institucionales (S/. 401 millones) y a las entidades especializadas en microfinanzas (S/. 355 millones), contrarrestando con ello la caída del crédito de las empresas bancarias (S/. 145 millones). No obstante, en el transcurso del año fueron las entidades de microfinanzas las que más contribuyeron a la expansión del crédito al sector privado en soles del sistema financiero (S/. 759 millones de un crecimiento total de S/. 1 552 millones).

**Cuadro 6**  
**EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO EN MONEDA NACIONAL AL SECTOR PRIVADO**

	Saldos en millones nuevos soles			Tasas de crecimiento	
	dic. 02	jul. 03	dic. 03	dic. 03/ dic. 02	dic. 03/ jul. 03
Empresas bancarias 1/	7 660	7 927	7 782	1,6	-1,8
Banco de la Nación	434	463	512	17,9	10,5
<b>Instituciones de microfinanzas</b>	<b>3 107</b>	<b>3 511</b>	<b>3 866</b>	<b>24,4</b>	<b>10,1</b>
Bancos (MiBanco y Banco del Trabajo)	774	894	970	25,3	8,5
Cajas municipales	848	952	1 057	24,6	11,1
Cajas rurales	135	155	177	31,0	14,1
Cooperativas	381	423	444	16,8	5,1
Edpymes	130	151	177	35,8	16,9
Empresas financieras	840	937	1 042	24,1	11,2
<b>Inversionistas institucionales 2/</b>	<b>1 653</b>	<b>1 790</b>	<b>2 191</b>	<b>32,6</b>	<b>22,4</b>
AFPs	1 102	1 220	1 449	31,5	18,7
Empresas de seguros	493	498	579	17,4	16,3
Fondos mutuos	58	72	163	1 82,5	1 27,5
<b>Empresas de leasing y otros</b>	<b>393</b>	<b>430</b>	<b>450</b>	<b>14,3</b>	<b>4,5</b>
<b>Total Sistema Financiero</b>	<b>13 248</b>	<b>14 121</b>	<b>14 800</b>	<b>11,7</b>	<b>4,8</b>

1/ Excluye Banco del Trabajo y MiBanco.

2/ Corresponde principalmente a títulos valores emitidos por el sector privado.

La caída del crédito en dólares de julio a diciembre (US\$ 45 millones) correspondió a las empresas bancarias (US\$ 119 millones), reducción que prevaleció sobre la expansión del crédito de las instituciones de microfinanzas (US\$ 56 millones) e inversionistas institucionales (US\$ 48 millones). En el transcurso del año, la disminución del crédito de las empresas bancarias (US\$ 586 millones) fue el principal factor que explicó la caída del crédito al sector privado en dólares (US\$ 434 millones).

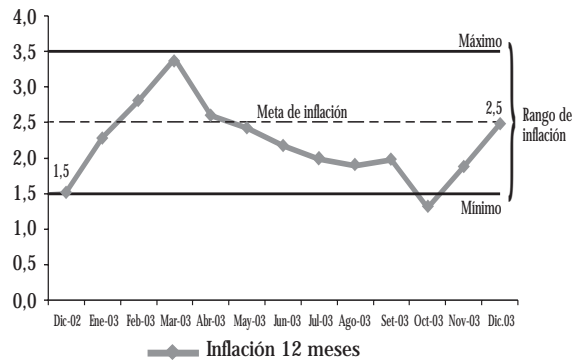
**Cuadro 7**  
**EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO EN MONEDA**  
**EXTRANJERA AL SECTOR PRIVADO**

	Saldos en millones dólares			Tasas de crecimiento	
	dic. 02	jul. 03	dic. 03	dic. 03/ dic. 02	dic. 03/ jul. 03
Empresas bancarias 1/	10 015	9 548	9 429	-5,9	-1,2
Banco de la Nación	36	23	22	-38,0	-0,4
<b>Instituciones de microfinanzas</b>	<b>367</b>	<b>405</b>	<b>461</b>	<b>25,8</b>	<b>14,0</b>
Bancos (MiBanco y Banco del Trabajo)	34	37	49	44,1	32,4
Cajas municipales	111	147	178	60,2	21,5
Cajas rurales	44	44	47	8,0	7,9
Cooperativas	101	106	112	11,4	5,7
Edpymes	31	36	40	27,6	11,4
Empresas financieras	45	35	34	-24,2	-1,7
<b>Inversionistas institucionales 2/</b>	<b>800</b>	<b>1 042</b>	<b>1 090</b>	<b>36,2</b>	<b>4,6</b>
AFPs	445	537	517	16,2	-3,8
Empresas de seguros	37	45	59	58,7	31,8
Fondos mutuos	318	460	514	61,4	11,8
<b>Empresas de leasing y otros</b>	<b>858</b>	<b>671</b>	<b>640</b>	<b>-25,4</b>	<b>-4,6</b>
<b>Total Sistema Financiero</b>	<b>12 077</b>	<b>11 688</b>	<b>11 643</b>	<b>-3,6</b>	<b>-0,4</b>

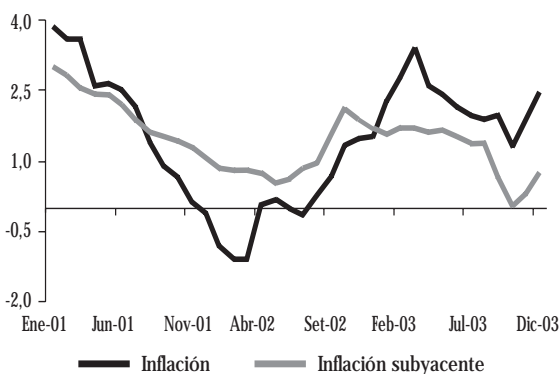
1/ Excluye Banco del Trabajo y MiBanco.

2/ Corresponde principalmente a títulos valores emitidos por el sector privado.

**Gráfico 8**  
**INFLACIÓN Y META DE INFLACIÓN: 2003**  
(Variación porcentual últimos 12 meses)



**Gráfico 9**  
**INFLACIÓN E INFLACIÓN SUBYACENTE**  
(Variación porcentual últimos 12 meses)



## L2 Inflación

17. La tasa de inflación en el año 2003, medida por la variación porcentual acumulada del Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana fue 2,48 por ciento, ubicándose en su nivel meta.

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 anual de 0,77 por ciento (1,69 por ciento en el 2002). La inflación no subyacente, que representa aquel conjunto de bienes y servicios que enfrentan choques de oferta o cuyos precios se encuentran regulados, acumuló una variación anual de 6,21 por ciento (1,16 por ciento en el 2002).

18. La inflación de 2003 se explica principalmente por factores del lado de la oferta de productos, en particular de los asociados a precios internacionales y a la producción agrícola local. Normalmente, este tipo de incremento o reducción de precios no se propaga en el resto de la canasta del consumidor y, eventualmente, se llegan a revertir. Por ello, este tipo de movimientos de precios no amerita cambios en la política monetaria.



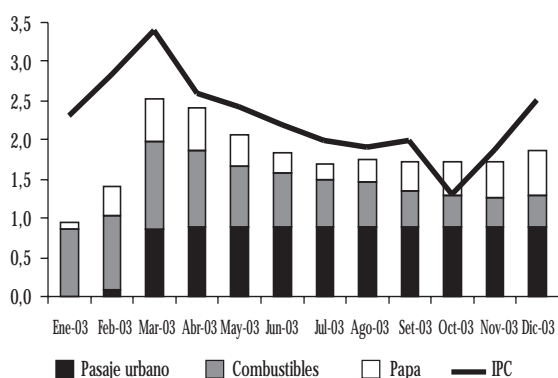
**Cuadro 8**  
**CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: 2003**  
(Puntos porcentuales)

Rubros	Pond.	Var. %	Contribución Positiva	Rubros	Pond.	Var. %	Contribución Negativa
Pasaje urbano 1/	8,0	11,1	0,88	Electricidad 1/	2,3	-4,6	-0,11
Papa 1/	1,5	42,9	0,58	Huevos 1/	0,7	-8,6	-0,07
Kerosene 1/	1,2	13,0	0,18	Bebidas gaseosas 2/	1,0	-6,0	-0,06
Gasolina 1/	1,5	9,7	0,16	Cerveza 2/	1,1	-5,1	-0,06
Educación 2/	5,1	3,0	0,16	Artículos cuidado personal 2/	4,5	-1,3	-0,06
<b>Total</b>			<b>1,96</b>				<b>-0,36</b>

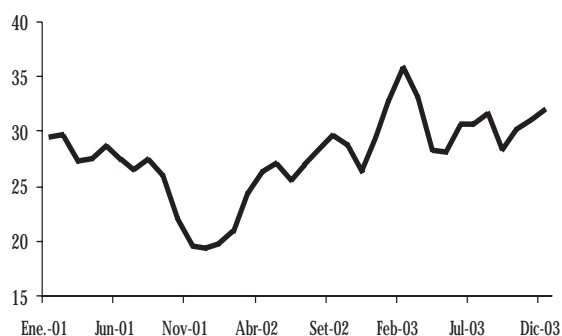
1/ Componente de la inflación no subyacente.

2/ Componente de la inflación subyacente.

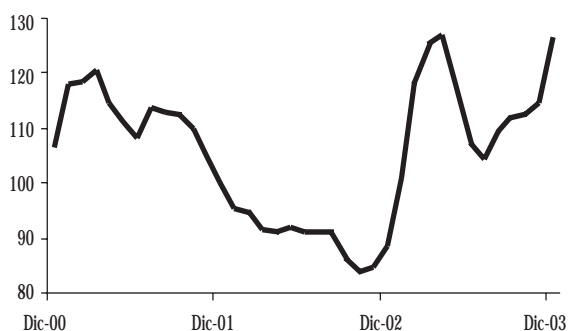
**Gráfico 10**  
**CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN POR PRINCIPALES PRODUCTOS**  
(Variación porcentual 12 meses y puntos porcentuales)



**Gráfico 11**  
**COTIZACIÓN INTERNACIONAL PETRÓLEO WTI**  
(US\$ por barril)



**Gráfico 12**  
**PRECIO DE LA PAPA**  
(Índice con base en diciembre 2001=100)



- a. 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). Ello se tradujo en un aumento de precios de los combustibles en el mercado interno de 10,2 por ciento entre diciembre de 2002 y marzo de 2003.

Posteriormente, la cotización internacional del petróleo presentó una corrección a la baja hasta mayo de 2003 (-21 por ciento), para luego aumentar y ubicarse hacia fines de año en US\$ 32,6 por barril, debido al efecto de la reducción de la cuota de producción de la Organización de Países Productores y Exportadores de Petróleo (OPEP) y del mayor dinamismo de la economía mundial.

- b. Luego de haberse mantenido constante desde setiembre de 2000, el valor del pasaje urbano aumentó 11,1 por ciento entre enero y marzo de 2003. La incidencia conjunta del aumento de precios de combustibles (gasolinas, kerosene y gas doméstico) y pasajes urbanos sobre la inflación de 2003 es 1,28 puntos porcentuales.
- c. La papa registró un incremento de precios de 43 por ciento, luego de acumular una caída de 17 por ciento entre el 2001 y 2002 lo que afectó las decisiones de siembra de los productores de papa, así como por el efecto de condiciones climáticas adversas a inicios de las campañas agrícolas 2002-2003 y 2003-2004, que determinaron un desfase de siembras y la reducción de rendimientos. La incidencia del aumento de precios de papa sobre la inflación de 2003 es 0,58 puntos porcentuales.

#### ***Inflación subyacente y no subyacente***

19. En el período enero-octubre de 2003, la inflación subyacente registró una tasa promedio mensual de 0,02 por ciento. Sin embargo, en el bimestre noviembre-diciembre este componente acumuló una variación de 0,52 por ciento,

principalmente por efecto del aumento de precios de los alimentos procesados, culminando el año con un registro de 0,77 por ciento.

**Cuadro 9**  
**INFLACIÓN**  
(Variación acumulada anual)

	Ponderación	2001	2002	2003
<b>I. INFLACIÓN SUBYACENTE</b>	<b>68,3</b>	<b>1,06</b>	<b>1,69</b>	<b>0,77</b>
<b>Bienes</b>	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
<b>Servicios</b>	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
<b>II. INFLACIÓN NO SUBYACENTE</b>	<b>31,7</b>	<b>-2,82</b>	<b>1,16</b>	<b>6,21</b>
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
<b>III. INFLACIÓN</b>	<b>100,0</b>	<b>-0,13</b>	<b>1,52</b>	<b>2,48</b>

Al interior del rubro alimentos y bebidas, los precios de alimentos procesados aumentaron 0,54 por ciento en el 2003, mientras que los precios de bebidas y cerveza disminuyeron 5,18 por ciento, debido a la fuerte competencia que enfrenta este sector.

El aumento de los precios de alimentos procesados, incluidos en el componente subyacente de la inflación, se registró principalmente entre octubre y diciembre, destacando arroz y aceite, que en este periodo acumularon incrementos de 8,2 y 5,3 por ciento, respectivamente; y, en menor medida, carne de res (1,4 por ciento), leche y fideos (0,5 por ciento cada uno) y pan (0,2 por ciento). En términos anuales, los precios de arroz y aceite aumentaron 4,3 y 5,9 por ciento, respectivamente; mientras que el precio del pan disminuyó 1,1 por ciento.

**ALIMENTOS DEL COMPONENTE SUBYACENTE DE LA INFLACIÓN**

Producto	Ponderación	Var. % anual	Factor
Pan	3,7	-1,1	<p>Esta reducción refleja principalmente la corrección hacia la baja del precio de este producto que se produjo entre noviembre 2002 y marzo 2003 (6 por ciento), luego que entre setiembre y octubre de 2002 aumentara 18 por ciento.</p> <p>En agosto 2003 la cotización internacional del trigo aumentó 15 por ciento en tanto que el precio del pan se incrementó 0,36 por ciento entre setiembre y octubre.</p>
Arroz	2,3	4,3	<p>El aumento de precios se explica por efecto de las menores siembras, debido a problemas de disponibilidad de agua y sustitución de cultivos (las siembras de arroz han disminuido 6 por ciento en el periodo agosto-noviembre de 2003 con respecto a la campaña agrícola anterior).</p>
Aceites	0,8	5,9	<p>En el 2003 se registró una presión alcista de la cotización internacional del aceite de soya, principal insumo para la elaboración de aceite vegetal. El aceite de soya fluctuó con altibajos entre US\$ 467 por T.M. en enero hasta US\$ 445 por T.M. en agosto, para luego aumentar hasta US\$ 642 por T.M. en diciembre. Estas alzas se explican por la reducción de inventarios de soya norteamericana, debido a la reducción de las cosechas y la creciente presión compradora de la República Popular China.</p>
Fideos	1,0	-1,0	<p>Entre enero y agosto, el precio de fideos disminuyó a una tasa promedio mensual de 0,2 por ciento, para luego acumular en el periodo setiembre-diciembre un incremento del orden de 1 por ciento. El traslado del aumento de la cotización internacional del trigo y del precio de la harina de trigo a precios a consumidor de fideos es bajo debido a la fuerte competencia existente en este sector.</p>

En el 2003, la inflación no subyacente acumuló una variación anual de 6,2 por ciento, por efecto de las mayores tarifas de transporte público, alimentos y combustibles, que explican 2,9; 2,4 y 1,3 puntos porcentuales de la inflación no subyacente anual, respectivamente. Por el contrario, las tarifas de servicios públicos disminuyeron por regulación, por lo que su incidencia en la inflación no subyacente fue de -0,3 puntos porcentuales.

Las condiciones climáticas inestables determinaron una postergación en las siembras de algunos cultivos como papa, a lo que se sumó el contexto de bajos precios que desincentivó la preparación de áreas de cultivo. Además, un componente importante como la carne de pollo presentó menores niveles de oferta hacia finales de año.

Como se mencionó antes, en las decisiones de política monetaria no se toman en cuenta los movimientos transitorios de precios que se asocian al lado de la oferta de productos debido a que el control de la inflación focaliza el crecimiento o caída permanente y generalizada de los precios en la economía.

#### **ALIMENTOS DEL COMPONENTE NO SUBYACENTE DE LA INFLACIÓN**

<b>Producto</b>	<b>Ponderación</b>	<b>Var. % anual</b>	<b>Factor</b>
Papa	1,5	42,9	<p>El precio de la papa mostró una elevada volatilidad a lo largo del año: Entre enero y abril aumentó 43 por ciento, luego disminuyó 18 por ciento entre mayo y julio, y finalmente aumentó 21 por ciento entre agosto y diciembre.</p> <p>Las fluctuaciones en los precios se explican principalmente por la disminución o aumento en las áreas sembradas durante las campañas agrícolas. En agosto-octubre de 2002 las siembras disminuyeron 15 por ciento; y entre junio y julio de 2003 éstas disminuyeron 14 por ciento, todo respecto al mismo período del año anterior; mientras que entre noviembre 2002 y mayo 2003 las áreas sembradas aumentaron en 11 por ciento. Influyeron en las decisiones de siembra la evolución de los precios durante los períodos previos a la campaña agrícola y la incertidumbre sobre la evolución del clima. El alza en los precios también estuvo afectada por la disminución de</p>

			rendimientos por problemas fitosanitarios asociados a la falta de humedad.
Carne de pollo	4,0	2,1	El resultado anual corresponde a la menor oferta relacionada con el menor nivel de colocaciones de pollos bebé en 2 por ciento con respecto al 2002.  La caída inicial de precios de 6 por ciento entre enero y agosto fue más que compensada con el incremento de 9 por ciento entre setiembre y diciembre, como consecuencia de una disminución en las colocaciones de pollos BB (de un promedio de 26 millones de unidades entre enero y agosto a 25,2 millones de unidades entre setiembre y diciembre).

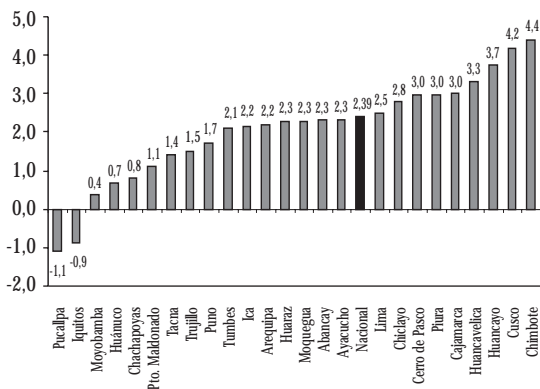
Los precios de los combustibles aumentaron 8,9 por ciento en el 2003, lo que obedece al aumento de precios de kerosene en 13,0 por ciento, gasolinas en 9,7 por ciento y gas doméstico en 4,2 por ciento. Luego del aumento registrado entre enero y abril, en que los precios de los combustibles aumentaron 11,1 por ciento, entre mayo y julio éstos disminuyeron 5,6 por ciento, para posteriormente aumentar 3,9 por ciento entre agosto y diciembre de 2003, en línea con la evolución de la cotización internacional de petróleo.

**Cuadro 10**  
**PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES**  
(Variación porcentual mensual)

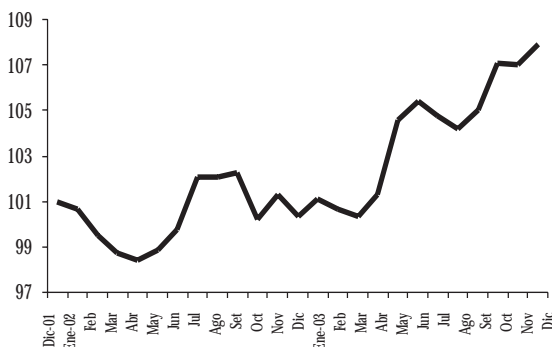
	2002			2003											
	Ene-Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.-Dic.	
<b>Combustibles</b>	15,6	2,7	2,4	4,9	0,8	-3,2	-1,4	-1,1	0,3	2,8	0,2	0,1	0,5	8,9	
Gasolina	15,7	1,0	3,3	8,7	1,5	-5,3	-1,7	-2,4	0,2	5,4	-0,5	-0,2	0,2	9,7	
Gas	11,3	6,9	1,8	1,0	-0,8	-3,2	-2,0	-0,3	0,6	0,1	0,1	0,2	0,1	4,2	
Kerosene	20,4	0,3	1,8	4,5	1,6	-0,4	-0,5	-0,4	0,2	2,4	1,2	0,4	1,2	13,0	
Cotización WTI del precio de US\$	52,4	11,9	8,6	-6,9	-15,3	-0,3	9,2	0,1	2,7	-10,4	7,1	2,7	3,0	8,9	

Las tarifas de transporte urbano de pasajeros aumentaron 11,1 por ciento entre enero y abril de 2003, para posteriormente mantenerse inalteradas. Cabe mencionar que el traspaso del aumento de precios de combustibles a tarifas de transporte es reducido, debido a que en el mercado de transporte público se registra un exceso de oferta.

**Gráfico 13**  
**INFLACIÓN POR CIUDADES: 2003**  
(Variación porcentual)



**Gráfico 14**  
**ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL**  
(1994 = 100)



Las tarifas de servicios públicos disminuyeron 2,0 por ciento, lo que refleja la caída en las tarifas eléctricas en 4,6 por ciento, en tanto que 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 periodos 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 tarifas de agua potable, éstas no fueron modificadas debido a que Sunass no autorizó el incremento solicitado por SEDAPAL del orden de 6 por ciento; la variación registrada en el precio de agua refleja el traslado íntegro del aumento de un punto porcentual del IGV al consumidor. De similar forma, las tarifas de telefonía aumentaron debido a que la aplicación trimestral del factor de productividad, según el reajuste tarifario vigente hasta mediados de 2004, fue compensada por el incremento de un punto porcentual del IGV.

**Cuadro 11**  
**TARIFAS DE LOS SERVICIOS PÚBLICOS**  
(Variación porcentual mensual)

	2002	2003												
	Ene-Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.-Dic.
Servicios públicos	2,0	-0,8	0,0	0,1	0,0	-0,3	-0,2	-0,5	0,7	0,0	0,0	-1,1	0,0	-2,0
Electricidad	7,9	-1,5	0,1	0,6	0,1	-0,6	-0,7	-1,0	0,5	0,0	0,1	-2,3	0,0	-4,6
Teléfono	-8,3	0,0	0,0	-0,9	0,0	0,0	0,4	0,0	0,9	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,3
Agua	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9

### Inflación nacional

20. Desde enero de 2003, el INEI presenta un índice agregado nacional de precios al consumidor en base a índices de precios correspondientes a 25 ciudades. El aumento de precios acumulado durante el 2003 fue de 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.

### L3 Tipo de Cambio

21. A diciembre de 2003, el tipo de cambio se ubicó en S/. 3,472 por dólar, nivel que implica una apreciación nominal de 1,2 por ciento respecto a diciembre de 2002. Con excepción del mes de mayo, el tipo de cambio mostró una tendencia apreciativa en la primera mitad del año; y una relativa estabilidad en la segunda mitad (salvo en diciembre<sup>1</sup>) con cotizaciones entre S/. 3,47 y S/. 3,48 por dólar.

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).

En términos reales, se estima una depreciación acumulada en el año de 7,5 por ciento. Esta variación es consecuencia de la variación del tipo de cambio nominal antes mencionada (-1,2 por ciento), de la inflación doméstica (2,5 por ciento) y de la variación del índice de precios externos (11,5 por ciento).

Cabe señalar que la variación del índice de precios externos recoge el efecto de la apreciación de las monedas de nuestros principales socios comerciales respecto al dólar de EUA. 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 (19 por ciento), al peso argentino (14 por ciento) y al peso chileno (14 por ciento).

**Cuadro 12**  
**DEPRECIACIÓN NOMINAL Y REAL DEL NUEVO SOL CON MONEDAS DE NUESTROS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES**

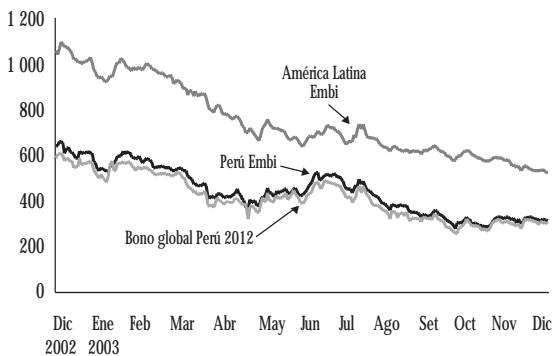
(Tasas de variación a diciembre de 2003)

	Peso *	Nominal		Real	
		Desde 1998	Desde 2002	Desde 1998	Desde 2002
EUA	25,1	28	-1	23	-2
Euro zona	20,1	43	19	35	18
Japón	10,3	53	12	26	9
Brasil	6,4	-51	23	-37	31
Reino Unido	5,8	35	9	30	10
Chile	4,8	-7	15	-6	14
China	4,3	28	-1	5	-1
Colombia	4,0	-41	-1	-9	3
México	3,4	-8	-10	29	-9
Argentina	3,4	-57	15	-49	16
Corea	3,3	59	0	61	1
Taiwan	2,5	21	1	22	-2
Venezuela	2,5	-60	-18	12	1
Canadá	2,4	39	17	34	17
Bolivia	1,8	-12	-5	-12	-5
<b>Canasta</b>		<b>13</b>	<b>7</b>	<b>15</b>	<b>8</b>

\* Peso con respecto al comercio del año 1994. Debido a que el euro entró en vigencia en 1999, se ha trabajado con las cotizaciones de las monedas de cada país (marco, franco francés, franco belga, lira italiana, florin holandés y peseta).

22. 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 disminución sustancial de su déficit fiscal y por la reducción de las expectativas de inflación que favorecieron menores 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*.

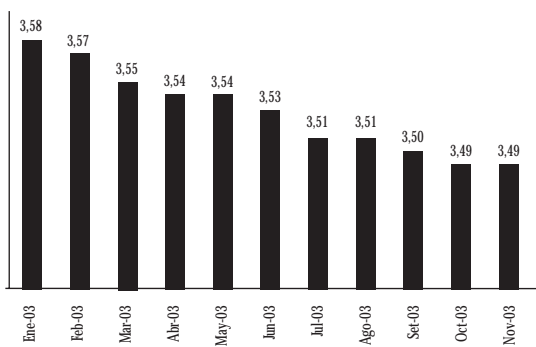
**Gráfico 15**  
**INDICADORES DEL RIESGO PAÍS**  
(Diciembre 2002 - Diciembre 2003)



En el caso peruano, el *spread* del EMBI+ 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.

23. Durante el año 2003 las expectativas de depreciación han mantenido una tendencia descendente tal como lo muestra 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.

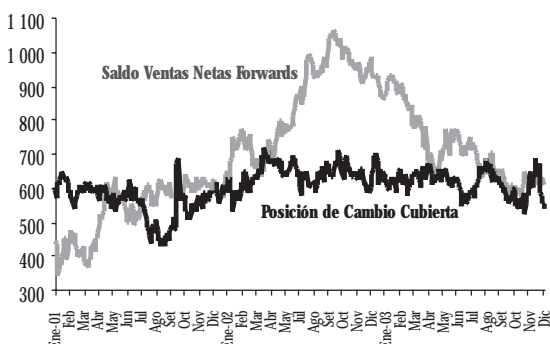
**Gráfico 16**  
**EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO DEL SISTEMA FINANCIERO PARA DICIEMBRE DE 2003**



24. La reducción de las expectativas de depreciación se explica principalmente por los desarrollos favorables en las cuentas externas, por el entorno regional positivo y por el debilitamiento del dólar frente al resto de monedas fuertes. 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 por nuevas operaciones y por renovación de vencimientos<sup>2</sup>). Entre fines de diciembre de 2002 y 2003, el saldo de ventas netas *forward* de la banca se redujo de US\$ 905 a US\$ 607 millones, lo que implicó una menor demanda del público por cobertura cambiaria.

En el mismo lapso, la posición de cambio de las entidades bancarias cayó en US\$ 106 millones al pasar de US\$ 643 a US\$ 536 millones.

**Gráfico 17**  
**POSICIÓN DE CAMBIO CUBIERTA Y SALDO DE VENTAS NETAS FORWARD**  
(Millones de US\$)



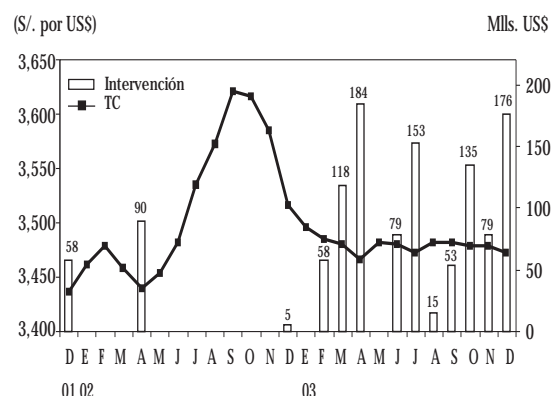
25. En el 2003 el BCRP compró US\$ 1 050 millones en el mercado cambiario, monto superior a las intervenciones realizadas en los últimos 6 años. Considerando que se realizaron ventas netas de dólares al Tesoro Público, el nivel de compras netas fue de US\$ 998 millones. Las compras de dólares del año 2003 han permitido fortalecer la posición de reservas internacionales, acomodar movimientos de portafolio en un contexto de desdolarización financiera y revertir las presiones a la baja sobre la inflación que registraron entre el segundo y tercer trimestre del año. De esta manera, se mantiene la política de flotación cambiaria con intervención, por la cual se eliminan fluctuaciones significativas al alza o baja del tipo de cambio sin que se trate de defender niveles predeterminados de la paridad cambiaria.

26. Estas intervenciones cambiarias junto a otras operaciones (principalmente intereses netos ganados) permitieron una acumulación de posición de cambio del BCRP por US\$ 1 242

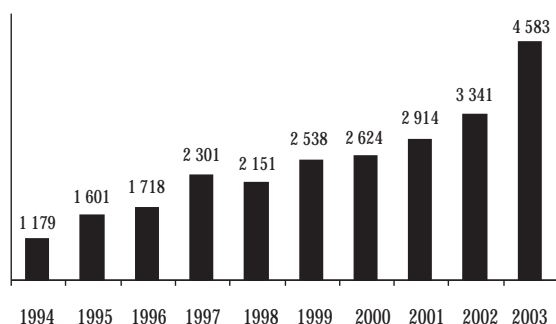
2/ El saldo de compras *forward* registró una ligera reducción de US\$ 9 millones, ello frente a la reducción de US\$ 307 millones del saldo de ventas *forward*.



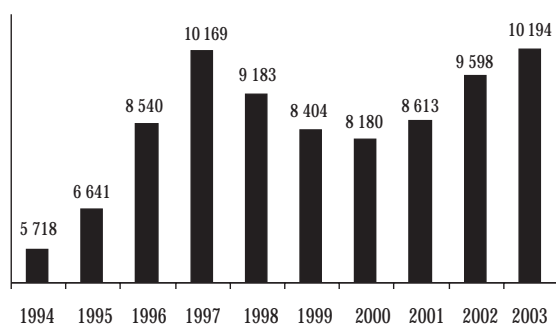
**Gráfico 18**  
**TIPO DE CAMBIO E INTERVENCIÓN BCRP:**  
**Dic. 2001 - Dic. 2003**



**Gráfico 19**  
**POSICIÓN DE CAMBIO DEL BCRP**  
(Millones de US\$)



**Gráfico 20**  
**RESERVAS INTERNACIONALES NETAS**  
(Millones de US\$)



millones. De esta forma, se registró un incremento de las reservas internacionales a pesar de los menores depósitos del sector público (US\$ 139 millones) y las entidades del sistema financiero (US\$ 488 millones), las cuales redujeron sus excedentes de liquidez en dólares. Así, el saldo de RIN se incrementó en US\$ 596 millones, alcanzándose un saldo de US\$ 10 194 millones, nivel que no se registraba desde 1997 con anterioridad a la crisis rusa.

**Cuadro 13**  
**FLUJO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (RIN)**  
(Millones de US\$)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
I. Operaciones Cambiarias Netas	593	345	60	543	-330	253	63	135	128	998
II. Depósitos del sistema financiero	629	355	958	141	-649	-99	-12	245	185	-488
III. Depósitos del sector público	1 640	110	824	926	-121	-1 034	-269	-158	364	-139
IV. Otros	114	113	57	19	114	100	-6	211	308	225
<b>V. TOTAL</b>	<b>2 976</b>	<b>923</b>	<b>1 899</b>	<b>1 629</b>	<b>-986</b>	<b>-780</b>	<b>-224</b>	<b>433</b>	<b>985</b>	<b>596</b>

#### L4 Demanda Interna y PBI

27. Las políticas monetaria y fiscal han favorecido un entorno de crecimiento que ha permitido que la economía crezca durante 30 meses consecutivos, alcanzándose las tasas más altas de la región.
28. Durante el año 2003, la demanda interna aumentó 3,6 por ciento en tanto que el PBI creció 3,9 por ciento debido al impulso adicional de las exportaciones, las que crecieron 5,0 por ciento en términos reales. La demanda interna creció por segundo año consecutivo tras aumentar 4,1 por ciento durante el 2002. Sin embargo, a diferencia del año 2002 en el que el mayor impulso se sustentó en el crecimiento del consumo privado, (4,5 por ciento en el 2002 frente a una tasa de 3,3 por ciento en el 2003), en el 2003 se observó un mayor crecimiento de la inversión privada (5,1 por ciento frente a un crecimiento de 0,2 por ciento en el 2002).

La inversión privada creció a tasas superiores a 6 por ciento hasta setiembre impulsada por el proyecto Camisea. Asimismo, el sector construcción creció 4,6 por ciento durante el primer semestre y 2,3 por ciento en el segundo.

**CUADRO 14**
**PRODUCTO BRUTO INTERNO**

(Variaciones porcentuales reales respecto al mismo período del año anterior)

	2002	2003				
		I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.*	Año*
<b>I DEMANDA GLOBAL (1 + 2)</b>	<b>4,5</b>	<b>6,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>2,4</b>	<b>3,8</b>
1. Demanda Interna	4,1	6,0	2,6	3,9	2,1	3,6
a. Consumo privado	4,5	4,5	3,0	2,9	2,8	3,3
b. Consumo público	1,6	6,1	1,9	2,5	7,3	4,5
c. Inversión privada fija	0,2	6,9	4,9	6,6	2,3	5,1
d. Inversión pública	-5,0	8,0	-3,3	-3,8	16,7	5,0
2. Exportaciones	6,8	7,1	7,6	1,8	4,0	5,0
<b>I OFERTA GLOBAL (3 + 4)</b>	<b>4,5</b>	<b>6,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>2,4</b>	<b>3,8</b>
<b>3. Producto Bruto Interno</b>	<b>4,9</b>	<b>6,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>2,5</b>	<b>3,9</b>
4. Importaciones	2,4	7,2	1,3	3,6	2,0	3,5

\* Proyección

29. El consumo privado creció 3,3 por ciento en el año 2003, continuando con la recuperación observada desde el año 2000 cuando creció 3,5 por ciento después de caer 0,4 por ciento en 1999. El desenvolvimiento del consumo privado está relacionado con la evolución del ingreso familiar que, de acuerdo a la Encuesta de Niveles Socioeconómicos de la Gran Lima conducida por la Empresa APOYO Opinión y Mercado S.A., registró un aumento de 3,6 por ciento durante el año 2003.

Como se observa en el cuadro siguiente este aumento no fue uniforme en todos los niveles socioeconómicos, registrándose los mayores crecimientos en los niveles C, B y A.

**Cuadro 15**
**INGRESO MENSUAL FAMILIAR DE LA GRAN LIMA 1/**

(En US\$)

	Niveles Socioeconómicos					Total Gran Lima
	A	B	C	D	E	
<b>Ingreso Promedio</b>						
2001	3 018	871	347	180	126	401
2002	3 254	816	322	192	143	419
2003	3 498	890	353	203	146	434
<b>Variación Porcentual</b>						
2002	7,8	-6,3	-7,2	6,7	13,5	4,5
2003	7,5	9,1	9,6	5,7	2,1	3,6

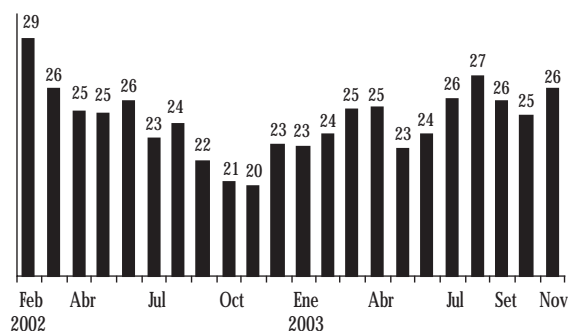
1/ Lima Metropolitana y distritos periféricos

Fuente: Niveles Socioeconómicos de la Gran Lima 2001, 2002 y 2003

APOYO Opinión y Mercado S.A.

El aumento del **consumo privado** también estuvo relacionado con el dinamismo de los créditos de consumo de empresas financieras. Estos créditos crecieron 24 por ciento en un contexto de menores tasas de interés en moneda nacional reflejadas en una disminución de la tasa para préstamos y descuentos comerciales de 9,6 por ciento en el 2002 a 7,5 por ciento en el

**Gráfico 21**  
**CRÉDITOS DE CONSUMO DE EMPRESAS FINANCIERAS**  
 (Variaciones porcentuales con respecto al mismo mes del año anterior)



2003. Este desarrollo estuvo acompañado de un descenso en los índices de morosidad (créditos atrasados respecto al total de créditos otorgados que se ubicó en un nivel de 5,8 por ciento), el segundo más bajo desde 1995 cuando fue 4,8 por ciento.

Las **exportaciones** crecieron 5 por ciento registrando aumentos tanto las tradicionales como las no tradicionales. Las primeras crecieron 5,9 por ciento en términos reales, como consecuencia de los mayores volúmenes exportados de oro (18,8 por ciento), plata (5,1 por ciento) y zinc (2,5 por ciento), que compensaron las disminuciones de cobre y plomo. Las exportaciones no tradicionales aumentaron 15 por ciento, alcanzando los mayores niveles las exportaciones textiles (US\$ 818 millones) y agropecuarias (US\$ 619 millones) principalmente de espárragos, lo que significó que nuestro país se convirtiera en el primer exportador y productor mundial de espárrago, desplazando a China.

30. Por el lado **sectorial**, el crecimiento del **PBI** se sustentó principalmente en el crecimiento de los sectores no primarios (3,9 por ciento) ya que los sectores primarios crecieron a una menor tasa (2,5 por ciento). Entre los sectores no primarios los más dinámicos fueron electricidad y agua y otros servicios, con tasas de 4,6 y 4,2 por ciento, respectivamente y la manufactura no primaria y la construcción que crecieron 3,4 y 3,2 por ciento, respectivamente. En la manufactura no primaria se observó los mayores crecimientos en aquellas ramas orientadas al mercado externo, en especial textiles, y las relacionadas con el sector construcción: minerales no metálicos, industria del hierro y del acero y estructuras metálicas. Las industrias de bienes de consumo masivo orientadas principalmente al mercado interno experimentaron tasas moderadas de crecimiento como el caso de alimentos y bebidas.

**Cuadro 16**  
**PRODUCTO BRUTO INTERNO**

(Variaciones porcentuales respecto al mismo período del año anterior)

	2002	2003				
		I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.*	Año*
<b>Agropecuario</b>	<b>5,7</b>	<b>2,3</b>	<b>4,1</b>	<b>2,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>2,4</b>
<b>Pesca</b>	<b>5,7</b>	<b>-15,0</b>	<b>-16,0</b>	<b>-12,3</b>	<b>-11,4</b>	<b>-13,9</b>
<b>Minería e hidrocarburos</b>	<b>11,6</b>	<b>4,5</b>	<b>10,8</b>	<b>7,5</b>	<b>3,5</b>	<b>6,5</b>
Minería metálica	12,3	5,6	12,0	9,0	4,1	7,6
Hidrocarburos	0,6	-6,2	-1,2	-7,3	-3,1	-4,5
<b>Manufactura</b>	<b>4,2</b>	<b>6,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,7</b>	<b>0,0</b>	<b>2,0</b>
Procesadores de recursos primarios	-0,5	-2,2	-2,6	-1,2	-5,4	-2,9
Manufactura no primaria	5,6	8,0	1,8	2,4	1,5	3,4
<b>Construcción</b>	<b>7,9</b>	<b>3,4</b>	<b>4,6</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>
<b>Comercio</b>	<b>4,6</b>	<b>7,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>0,4</b>	<b>3,4</b>
<b>Servicios</b>	<b>3,8</b>	<b>5,8</b>	<b>3,9</b>	<b>3,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>
Electricidad y agua	5,1	4,8	4,0	4,8	4,6	4,6
Otros servicios	3,8	5,8	3,9	3,2	4,2	4,2
<b>VALOR AGREGADO BRUTO (VAB)</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>3,6</b>
Impuestos a los productos y derechos de importación	3,9	11,9	4,3	7,3	3,8	6,6
<b>PBI GLOBAL</b>	<b>4,9</b>	<b>6,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>2,5</b>	<b>3,9</b>
<b>VAB Primario</b>	<b>6,5</b>	<b>1,9</b>	<b>4,2</b>	<b>3,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,5</b>
<b>VAB No Primario</b>	<b>4,5</b>	<b>6,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,9</b>

\* Proyección

31. El **ingreso nacional disponible** habría aumentado 4,1 por ciento en el 2003, tasa ligeramente superior a la que registraría el PBI aunque por la mejora de los términos de intercambio esta diferencia se amplió durante el segundo semestre. Las mayores utilidades de las empresas de inversión extranjera explican el mayor déficit en la renta de factores y por lo tanto la menor tasa de crecimiento del producto nacional bruto respecto a la del PBI. Este comportamiento se revierte con la ganancia de los términos de intercambio incorporada en el ingreso nacional y con el aumento de las transferencias corrientes compuestas tanto por las remesas de los peruanos residentes en el exterior como por las donaciones, incluidas en el ingreso nacional disponible.

**Cuadro 17**  
**INGRESO NACIONAL DISPONIBLE**

(Variaciones porcentuales reales respecto al mismo período del año anterior)

	2002	2003				
		I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.*	Año*
I. Producto bruto interno (PBI)	4,9	6,0	3,6	3,5	2,5	3,9
II. Producto nacional bruto (PNB) 1/	4,2	4,8	3,2	3,1	2,2	3,3
III. Ingreso nacional bruto (IN) 2/	4,3	5,5	2,7	4,0	3,9	4,0
IV. Ingreso nacional disponible (IND) 3/	4,3	5,6	2,8	4,5	3,8	4,1

1/ Excluye del PBI la renta neta pagada a factores productivos no residentes.

2/ El PBI y el PNB están aislados de cambios en los términos de intercambio del comercio exterior.

3/ Agrega al IN las transferencias netas recibidas de no residentes.

\* Proyección

## RECUADRO 2

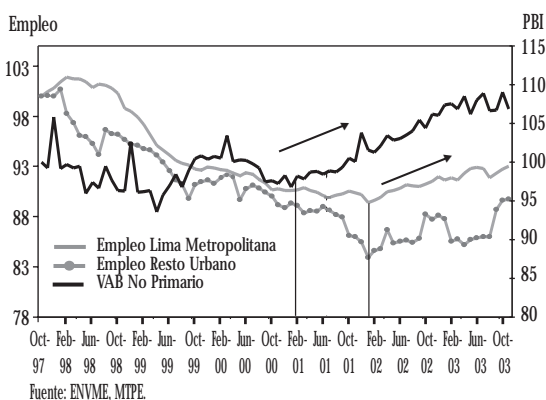
### Actividad económica y empleo

La evolución de la producción nacional está positivamente relacionada con la evolución del empleo.

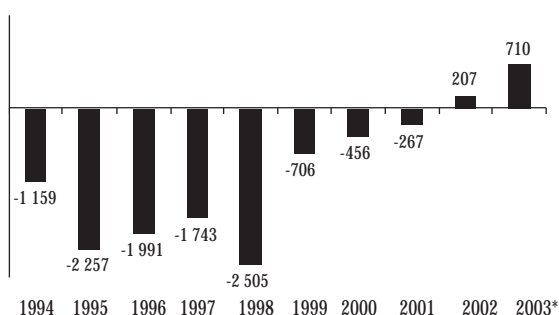
Esta relación se ha estimado utilizando como indicador de empleo al Índice de Empleo Urbano en empresas de 10 y más trabajadores sujetas al régimen laboral de la actividad privada. Este índice es elaborado por el Ministerio de Trabajo, a partir de una encuesta a 4 749 empresas en Lima Metropolitana y en 20 de las principales ciudades del país. Las empresas con más de 50 trabajadores son censadas, es decir la encuesta incluye todas las empresas registradas con más de 50 trabajadores.

Como indicador de actividad se ha utilizado al Valor Agregado Bruto (VAB) No Primario, obteniéndose una elasticidad empleo

**VALOR AGREGADO BRUTO NO PRIMARIO Y EMPLEO EN EMPRESAS DE 10 Y MÁS TRABAJADORES**  
(Índices desestacionalizados, octubre 1997=100)



**Gráfico 22**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(Millones de US\$)



\* Proyección.

formal-producto de 0,5, consistente con estimados previos<sup>3</sup>. Es decir, por cada punto porcentual de crecimiento de la producción, el empleo se incrementa en aproximadamente 0,5 puntos porcentuales.

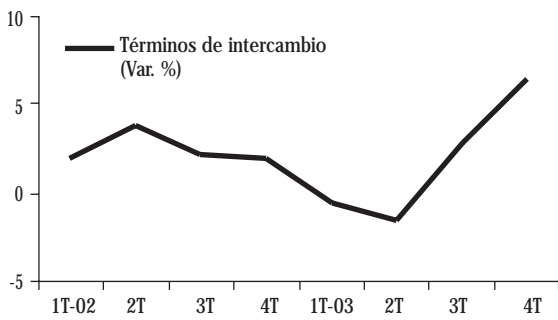
Al realizarse pruebas de causalidad estadística se encontró que el empleo es una variable rezagada de la producción (95 por ciento de significancia estadística). Esta evidencia estadística es consistente con lo observado. Los periodos de crecimiento del VAB no primario desestacionalizado son seguidos por periodos en los cuales el empleo urbano (Lima Metropolitana y Resto urbano) sigue una tendencia creciente. Así, desde junio de 2001 el VAB no primario desestacionalizado sigue una tendencia creciente mientras que el empleo desestacionalizado en empresas de 10 y más trabajadores se recupera o mantiene una tendencia creciente desde enero de 2002, aproximadamente seis meses después.

## L5 Cuentas externas

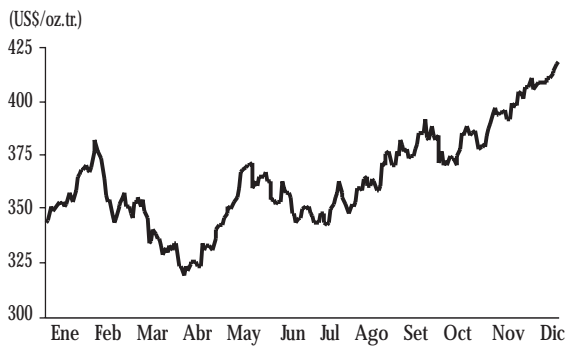
32. En el año 2003, la evolución de la balanza de pagos continuó siendo favorable. La balanza comercial registraría por segundo año consecutivo un superávit comercial, que alcanzaría los US\$ 710 millones, nivel superior en US\$ 503 millones al del año precedente. Este resultado se explica por el crecimiento de las exportaciones en 17 por ciento, mientras que las importaciones lo harían en 11 por ciento.
33. En el período bajo análisis, las exportaciones aumentarían en US\$ 1 307 millones, alcanzando los US\$ 8 954 millones, debido al incremento tanto de las exportaciones tradicionales (18 por ciento) cuanto de las no tradicionales (15 por ciento). La mejora de las exportaciones tradicionales se explica por el aumento de las exportaciones de oro, tanto en términos de volumen (18 por ciento) como por el mayor precio internacional (17 por ciento). Respecto a las no tradicionales, el 2003 se caracterizó por un fuerte dinamismo de las exportaciones textiles que alcanzaron una tasa de 21 por ciento, en el marco del acuerdo de la ATPDEA; destaca asimismo el crecimiento de los exportaciones agropecuarias en 12 por ciento, químicos en 21 por ciento y pesqueros en 24 por ciento.
34. Las importaciones registraron un crecimiento de 11 por ciento en el 2003, el que se explica principalmente por el aumento de los insumos en 16 por ciento debido a las mayores compras

3/ Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo (1998), "Hacia una interpretación del problema del empleo en el Perú", Boletín de Economía Laboral N° 8.

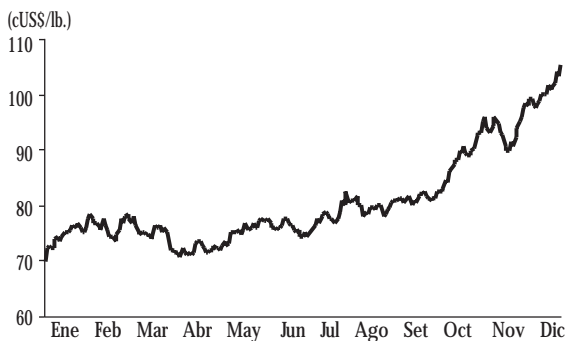
Gráfico 23



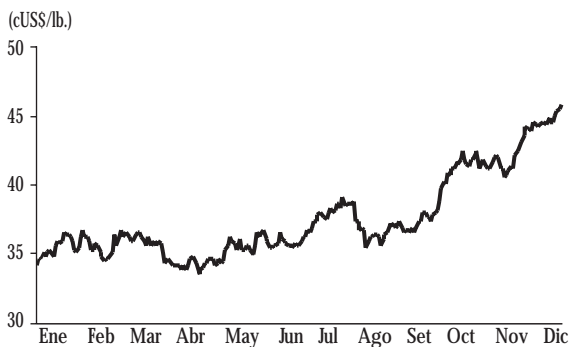
COTIZACIÓN DEL ORO  
(Enero - Diciembre 2003)



COTIZACIÓN DEL COBRE  
(Enero - Diciembre 2003)



COTIZACIÓN DEL ZINC  
(Enero - Diciembre 2003)



de combustibles cuyos precios promedio aumentaron en 17 por ciento. Las importaciones de bienes de capital por su parte se incrementaron en 8 por ciento, a pesar que las compras asociadas al proyecto Camisea se redujeron dado el avance de las obras, mientras que las adquisiciones de bienes de consumo crecieron en 4 por ciento.

35. La mejora de la balanza comercial fue favorecida por la recuperación de los términos de intercambio, particularmente en el segundo semestre, asociada a la mejora de las perspectivas de la economía mundial y al mayor dinamismo de EUA y China. Así, los términos de intercambio mejoraron en 2,5 por ciento, básicamente por el aumento de los precios de exportación (8,1 por ciento) que superó a los de importación (5,5 por ciento). Los incrementos en los precios de oro (17 por ciento), cobre (16 por ciento), petróleo y derivados (15 por ciento) y zinc (18 por ciento), sustentan el aumento de los precios de exportación. Por su parte, el incremento del precio del petróleo y derivados (15 por ciento) y de alimentos como la soya (16 por ciento) y trigo (7 por ciento) explican el aumento de los precios de importación.

36. La **cuenta corriente de la balanza de pagos** registró en el 2003 un déficit de US\$ 1 039 millones, equivalente a 1,7 por ciento del PBI, menor en US\$ 167 millones al del año previo, básicamente por el mejor resultado de la balanza comercial.

Durante el 2003 la cuenta de capitales registró un flujo positivo de US\$ 1 486 millones, menor al del año previo en US\$ 501 millones. Esta disminución se explica tanto porque en el 2002

Cuadro 18  
BALANZA DE PAGOS  
(Millones de US\$)

	2002	2003				
		I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.*	Año*
<b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>	<b>- 1 206</b>	<b>- 514</b>	<b>- 220</b>	<b>- 195</b>	<b>- 111</b>	<b>- 1 039</b>
<i>Porcentaje del PBI</i>	-2,1	-3,6	-1,4	-1,3	-0,7	-1,7
1. Balanza comercial	207	- 22	202	230	300	710
a. Exportaciones	7 647	2 023	2 184	2 316	2 431	8 954
b. Importaciones	- 7 440	- 2 045	- 1 982	- 2 086	- 2 130	- 8 244
2. Servicios	- 948	- 269	- 240	- 253	- 243	- 1 005
3. Renta de factores	- 1 509	- 494	- 463	- 519	- 462	- 1 937
4. Transferencias corrientes	1 043	271	281	347	294	1 193
<b>II. CUENTA DE CAPITALES</b>	<b>1 987</b>	<b>1 363</b>	<b>- 267</b>	<b>- 94</b>	<b>483</b>	<b>1 486</b>
1. Sector privado 1/	936	768	68	54	- 108	782
2. Sector público	1 051	596	- 335	- 148	591	704
<b>III. FINANCIAMIENTO EXCEPCIONAL</b>	<b>51</b>	<b>2</b>	<b>17</b>	<b>2</b>	<b>12</b>	<b>33</b>
<b>IV. FLUJO DE RESERVAS NETAS DEL BCR (1-2)</b>	<b>- 832</b>	<b>- 851</b>	<b>470</b>	<b>287</b>	<b>- 384</b>	<b>- 479</b>
(Incremento con signo negativo)						
1. Variación del saldo de RIN	- 985	- 845	446	241	- 438	- 596
2. Efecto valuación y monetización de oro	- 153	6	- 23	- 46	- 54	- 118

1/ Incluye capitales de corto plazo y errores y omisiones netos.

\* Proyección

se registraron operaciones extraordinarias como la venta de las acciones de la empresa Backus a no residentes (US\$ 657 millones), cuanto porque en el 2003 se dio una importante inversión de AFPs y otras instituciones financieras en el exterior a través de la adquisición de bonos soberanos emitidos internacionalmente por el gobierno, entre otros.

En el caso de la inversión extranjera directa, el flujo en el año 2003 está explicado principalmente por el proyecto Camisea (US\$ 707 millones), el aporte de capital de la empresa TIM (US\$ 196 millones) y el del Banco Wiese Sudameris (US\$ 100 millones), entre los más importantes. En el caso de los capitales públicos cabe mencionar la colocación de bonos soberanos en el exterior por un valor nominal de US\$ 1 250 millones a plazos entre 12 y 30 años, así como los desembolsos de libre disponibilidad de organismos multilaterales por US\$ 519 millones.

## 1.6 Gasto público y cuentas fiscales

37. El resultado económico del sector público no financiero en el año 2003, resultó deficitario en 1,9 por ciento del PBI, monto menor en 0,4 por ciento del producto respecto al déficit del año 2002 (2,3 por ciento del PBI) y consistente con la meta de financiamiento establecida en el Programa Económico. El resultado primario pasó de un déficit equivalente a 0,3 por ciento del PBI a un superávit de 0,1 por ciento. Esta mejora refleja un incremento real de los ingresos (8,2 por ciento) superior al de los gastos no financieros (5,2 por ciento).
38. El mejor resultado primario del sector público se debió principalmente a las medidas tributarias tomadas desde el segundo semestre de 2002 y durante el año 2003. Entre las primeras destacan los sistemas de retención, detracción y percepción del Impuesto General a las Ventas (IGV) y el anticipo

**Cuadro 19**  
**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Millones de nuevos soles)

	2002	2003				
		I Trím.	II Trím.	III Trím.	IV Trím.*	Año*
<b>1. Ingresos corrientes</b>	<b>28 319</b>	<b>7 403</b>	<b>7 858</b>	<b>7 840</b>	<b>8 231</b>	<b>31 331</b>
(% del PBI)	14,3	14,9	14,0	15,0	15,3	14,8
Var % real	5,3	16,9	6,6	3,5	7,3	8,2
<b>2. Gastos no financieros</b>	<b>-29 030</b>	<b>-6 671</b>	<b>-7 550</b>	<b>-7 775</b>	<b>-9 239</b>	<b>-31 234</b>
(% del PBI)	-14,6	-13,4	-13,4	-14,9	-17,1	-14,7
Var % real	2,7	7,5	3,1	-0,8	11,2	5,2
<b>3. Otros</b>	<b>197</b>	<b>- 65</b>	<b>74</b>	<b>93</b>	<b>21</b>	<b>123</b>
(% del PBI)	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,1
<b>4. Resultado Primario</b>	<b>- 514</b>	<b>667</b>	<b>382</b>	<b>158</b>	<b>- 987</b>	<b>220</b>
(% del PBI)	-0,3	1,3	0,7	0,3	-1,8	0,1
<b>5. Intereses</b>	<b>-4 148</b>	<b>-1 033</b>	<b>-1 045</b>	<b>-1 229</b>	<b>-1 040</b>	<b>-4 347</b>
(% del PBI)	-2,1	-2,1	-1,9	-2,4	-1,9	-2,1
De los cuales:						
Externos (Millones de US\$)	-\$1 002	-\$ 252	-\$ 255	-\$ 316	-\$ 257	-\$1 080
<b>6. Resultado Económico</b>	<b>-4 663</b>	<b>- 365</b>	<b>- 663</b>	<b>-1 071</b>	<b>-2 027</b>	<b>-4 126</b>
(% del PBI)	-2,3	-0,7	-1,2	-2,1	-3,8	-1,9
Millones de US\$	-\$1 319	-\$ 105	-\$ 191	-\$ 308	-\$ 583	-\$1 187

\* Proyección

adicional del Impuesto a la Renta de Personas Jurídicas, mientras que en el segundo grupo está el incremento de 1 punto porcentual (de 16 a 17 por ciento) en la tasa del IGV vigente desde agosto 2003 y el aumento del Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) a los combustibles. Estas medidas, y el continuo incremento en la actividad económica elevaron el conjunto de los ingresos corrientes del gobierno central en 0,5 por ciento del producto, alcanzando el 14,8 por ciento del PBI. De este monto, los ingresos vinculados estrictamente a la recaudación tributaria aumentaron de 11,9 a 12,9 por ciento del PBI, lo que significaría un aumento de S/. 3 799 millones.

39. El gasto no financiero del gobierno central se expandió en 5,2 por ciento en términos reales, aumentando a 14,7 por ciento del PBI debido principalmente a los aumentos salariales otorgados a los sectores Educación (profesorado y universidades) y Justicia; entre otros. Por su parte, el gasto de capital del gobierno central creció en 1,9 por ciento en términos reales con respecto al 2002, deteniendo la caída en la inversión de este sector observada desde 1999. Ello aunado al crecimiento de la inversión del resto del sector público, en particular de las empresas estatales, elevó la inversión pública en 5 por ciento en términos reales.
40. A pesar de la reducción del déficit fiscal, los mayores vencimientos de amortización de deuda externa e interna determinaron que los requerimientos financieros del sector público en el año 2003 ascendieran a US\$ 2 733 millones, nivel superior en US\$ 340 millones al registrado en el año 2002. Esta demanda de recursos se cubrió con desembolsos externos por US\$ 2 101 millones, los que incluyen US\$ 336 millones para proyectos de inversión y US\$ 1 246 millones en bonos soberanos. Asimismo, se emitieron bonos internos en moneda nacional por el equivalente a US\$ 508 millones y se percibieron recursos de privatización por US\$ 52 millones.

**Cuadro 20**  
**FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Millones de US\$)

	2002	2003				
		I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.*	Año*
<b>1. Resultado Económico (millones de soles)</b>	<b>-4 663</b>	<b>- 365</b>	<b>- 663</b>	<b>-1 071</b>	<b>-2 027</b>	<b>-4 126</b>
(% del PBI)	-2,3	-0,7	-1,2	-2,1	-3,8	-1,9
Mill. US\$	-\$1 319	-\$ 105	-\$ 191	-\$ 308	-\$ 583	-\$1 187
<b>2. Amortización (millones de US\$)</b>	<b>-\$1 074</b>	<b>-\$ 328</b>	<b>-\$ 373</b>	<b>-\$ 478</b>	<b>-\$ 368</b>	<b>-\$1 546</b>
Internos	-\$ 138	-\$ 73	-\$ 76	-\$ 204	-\$ 31	-\$ 385
Externos 1/	-\$ 936	-\$ 255	-\$ 296	-\$ 274	-\$ 336	-\$1 161
<b>3. Requerimiento Financiero (millones de US\$)</b>	<b>\$2 393</b>	<b>\$ 432</b>	<b>\$ 563</b>	<b>\$ 786</b>	<b>\$ 951</b>	<b>\$2 733</b>
Desembolsos externos	\$1 960	\$ 838	\$ 81	\$ 231	\$ 950	\$2 101
Libre disponibilidad 1/	\$1 609	\$ 750	\$ 0	\$ 149	\$ 866	\$1 765
- Multilaterales	\$ 625	\$ 0	\$ 0	\$ 149	\$ 370	\$ 519
- Bonos	\$ 984	\$ 750	\$ 0	\$ 0	\$ 495	\$1 246
Proyectos de inversión	\$ 351	\$ 88	\$ 81	\$ 83	\$ 84	\$ 336
Bonos internos	\$ 213	\$ 48	\$ 175	\$ 156	\$ 129	\$ 508
Privatización	\$ 421	\$ 6	\$ 4	\$ 9	\$ 33	\$ 52
Otros	-\$ 194	-\$ 460	\$ 304	\$ 389	-\$ 161	\$ 72

1/ Excluye la operación de recompra en el primer trimestre de 2002 por US\$ 902,05 millones.

\* Proyección



## II. PROYECCIONES

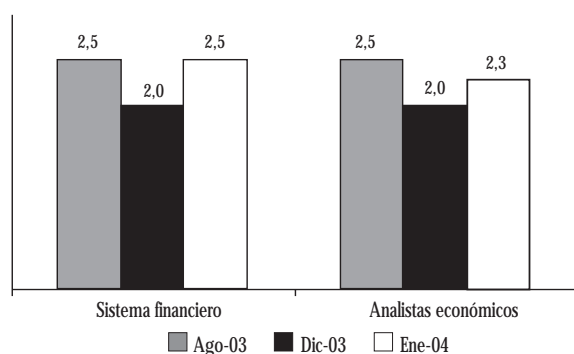
### II.1 Inflación

41. Para recoger las expectativas de inflación del mercado para el 2004, se revisaron las encuestas que lleva a cabo el BCRP entre entidades financieras y analistas económicos. Si bien al finalizar el año las encuestas reportaban una revisión hacia abajo de las expectativas a niveles de alrededor de 2,0 por ciento, los choques temporales de oferta últimos habrían contribuido a ubicar las expectativas en promedio en 2,4 por ciento.

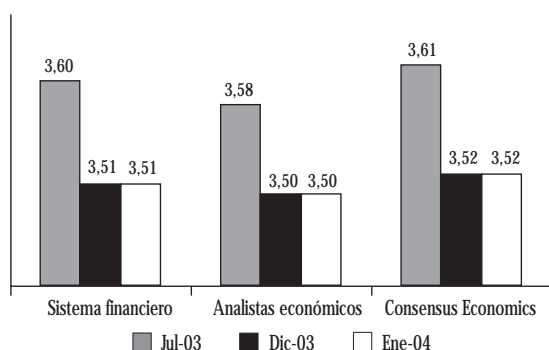
Para diciembre de 2004 se espera, según las encuestas del BCRP y el *Consensus Economics*, un tipo de cambio entre S/. 3,50 y S/. 3,52 por dólar.

Considerando la información del *Consensus Economics*, la expectativa del tipo de cambio a diciembre de 2004 es de S/. 3,52 por dólar, con lo cual habría una depreciación nominal de 1,6 por ciento. En términos reales habría una depreciación de 2,0 por ciento. Esta proyección considera que para el 2004 la mayoría de las monedas tendrían una ligera apreciación nominal respecto al dólar.

**Gráfico 24**  
**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (VAR. %): 2004**



**Gráfico 25**  
**TIPO DE CAMBIO: DICIEMBRE 2004**



**Cuadro 21**  
**DEPRECIACIÓN NOMINAL Y REAL DE LAS MONEDAS DE NUESTROS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES CON RELACIÓN AL DÓLAR**

(Tasas de variación anual a diciembre de 2004)

	Depreciación % con US\$	Inflación 1/	Var % TCRB 2/
Alemania	-0,5	1,1	0,7
Italia	-0,5	2,3	-0,5
Holanda	-0,5	3,0	-1,3
Belgica	-0,5	1,7	0,1
España	-0,5	1,6	0,2
Francia	-0,5	2,2	-0,4
Japón	-3,9	0,3	-2,1
Brasil	7,6	6,1	3,6
Reino Unido	0,7	1,1	1,8
Chile	2,4	2,4	2,2
China	-1,9	1,7	-1,4
Colombia	6,4	5,7	2,9
México	1,5	3,9	-0,1
Argentina	1,4	7,6	-3,7
Corea	-6,0	3,3	-6,9
Taiwan	-3,8	0,2	-1,9
Venezuela	43,0	32,9	10,0
Canadá	-1,1	2,2	-1,0
Bolivia	-1,1	3,6	-2,4
Promedio	1,1	3,4	-0,1

1/ Los datos de inflación de fin de periodo se han calculado en base a la inflación promedio de Consensus Economics.

2/ Var % TCRB =  $(1 + \text{depre}\%) * (1 + \text{infla}\% \text{USA}) / (1 + \text{infla}\% \text{doméstica})$

Fuente: Consensus Forecast, Enero 2004

42. La proyección de inflación tiene como supuesto metodológico que la posición de la política monetaria se mantiene constante durante el periodo de proyección. Esto permite evaluar lo que podría ocurrir con la inflación si la política monetaria no reacciona ante el escenario macroeconómico que se asume para los siguientes meses.
43. El escenario macroeconómico proyectado para el año 2004 considera los siguientes elementos:
- Una tasa de inflación no subyacente para el 2004 de 1,1 por ciento. Esta evolución refleja principalmente el comportamiento esperado del precio de los alimentos (3,0 por ciento), aunque atenuado por la reducción del precio de los servicios públicos (-1,0 por ciento) debido a la disminución esperada de las tarifas eléctricas a partir del segundo semestre como consecuencia de la mayor oferta que estaría ocasionando la entrada de Camisea. Asimismo, se espera una reducción del precio de combustibles (-0,5 por ciento), debido a que se proyecta una caída del precio internacional de petróleo respecto al año 2003.
  - Un crecimiento del PBI de 4,0 por ciento y de la demanda interna de 3,7 por ciento. Destacan el aumento de la inversión privada y de las exportaciones de bienes y servicios en 6,1 por ciento en cada caso y del consumo privado en 3,5 por ciento.
  - Respecto a lo considerado en el Reporte de Inflación de agosto, la proyección de la inflación no subyacente ha sido corregida hacia arriba de 0,9 por ciento a 1,1 por ciento. Esta revisión se debe a la menor disminución esperada del precio de los combustibles (se ha revisado de -4,1 por ciento a -0,5 por ciento).
  - Un déficit del sector público de 1,5 por ciento del PBI en el año 2004, posición fiscal que refleja el escenario presentado en el Marco Macroeconómico Multianual.
  - Un contexto externo favorable en el que se espera un incremento de nuestros términos de intercambio (7,2 por ciento) y condiciones financieras internacionales estables. Se espera que la tasa de interés LIBOR se mantenga durante el primer semestre del año y luego presente un incremento gradual y moderado. Esta evolución está en línea con las expectativas de crecimiento de la economía mundial y con la tendencia al alza prevista en las tasas de interés de la FED.

**Cuadro 22**  
**PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN: ENERO 2004 vs AGOSTO 2003**

	2001	2002	2003 <sup>1/</sup>		2004 <sup>1/</sup>	
			Reporte Agosto 2003	Reporte Enero 2004	Reporte Agosto 2003	Reporte Enero 2004
<b>Var. % Real</b>						
1. Producto Bruto Interno	0,6	4,9	4,0	3,9	4,0	4,0
2. Demanda interna	-0,1	4,1	3,6	3,6	3,8	3,7
a. Consumo Privado	1,8	4,5	3,6	3,3	3,6	3,5
b. Consumo Público	-0,3	1,6	4,0	4,5	2,1	3,4
c. Inversión Privada Fija	-5,7	0,2	5,1	5,1	5,7	6,1
d. Inversión Pública	-22,9	-5,0	2,3	5,0	4,7	6,4
3. Exportaciones de bienes y servicios	6,7	6,8	4,7	5,0	6,8	6,1
4. Importaciones de bienes y servicios	0,7	2,4	2,7	3,5	5,3	4,5
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	1,2	1,6	1,9	2,4	3,4	4,0
<b>Var. %</b>						
7. Inflación Acumulada	-0,1	1,5	1,5	2,5	2,0	2,5
8. Depreciación Nominal Acumulada	-2,4	2,3	-0,3	-1,2	2,5	1,2
9. Depreciación Real Acumulada (multilateral)	-4,3	-0,6	5,6	7,5	1,8	2,0
10. Términos de Intercambio	-1,8	2,5	-0,4	2,5	1,6	7,2
<b>% del PBI</b>						
11. Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos	-2,0	-2,1	-2,0	-1,7	-1,9	-1,0
12. Balanza comercial	-0,2	0,4	0,8	1,2	1,2	2,7
13. Financiamiento externo bruto del sector privado <sup>2/</sup>	3,4	5,2	2,8	3,5	2,7	3,2
14. Resultado Primario del Sector Público no Financiero	-0,3	-0,3	0,1	0,1	0,6	0,6
15. Resultado Económico del Sector Público no Financiero	-2,5	-2,3	-2,0	-1,9	-1,5	-1,5
16. Ingresos Tributarios del Gobierno Central <sup>3/</sup>	12,1	11,9	12,7	12,9	13,0	13,4
17. Saldo de Deuda Pública Externa	35,0	36,4	35,8	36,6	35,6	34,8
<b>Var. % Nominal</b>						
18. Gastos No Financieros del Gobierno Central	-2,3	2,5	6,3	7,6	4,7	5,8
19. Emisión Primaria promedio	3,2	15,8	7,5	7,4	7,0	8,0
20. Crédito al Sector Privado del Sistema Bancario	-4,5	0,1	1,2	-4,6	6,5	4,7

1/ Proyección

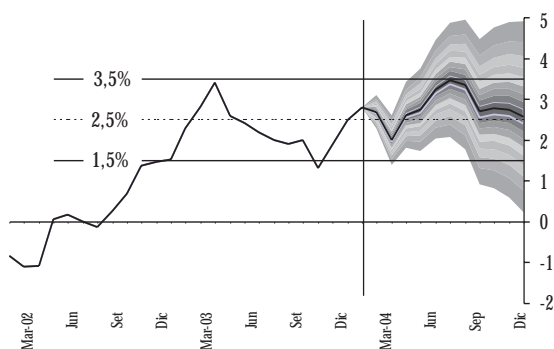
2/ Incluye inversión directa extranjera y desembolsos de largo plazo del sector privado

3/ Excluye Impuesto a las Acciones del Estado

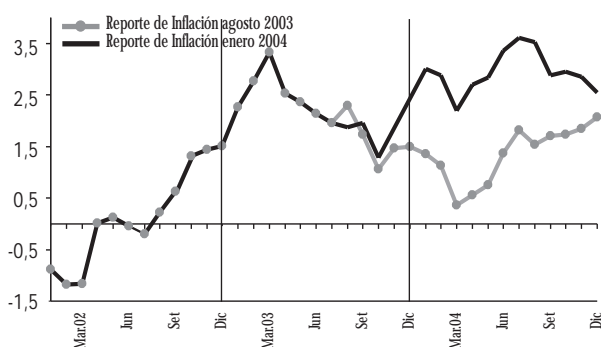
44. Considerando los factores antes señalados, el gráfico 26 muestra la proyección central de inflación para el 2004, la misma que toma en cuenta el escenario macroeconómico esperado descrito en los puntos anteriores. La proyección central de la inflación se ubica alrededor de la meta. La franja de color más acentuada que se observa en el gráfico indica el resultado más probable, asumiendo que la actual posición de la política monetaria fijada por el Directorio se mantiene hasta finales del próximo año.

45. La proyección central de inflación para el 2004 es superior a la que se consideró en el Reporte de Inflación de Agosto del año pasado (2,0 por ciento). Esta mayor proyección se debe a la consideración de choques anticipados de oferta de carácter transitorio que estarían afectando los precios de algunos alimentos durante el primer trimestre del presente año. Entre los choques que se prevé están el efecto que podría tener sobre los precios de aceites y pan (rubro alimentos) el incremento del precio internacional de la soya y el trigo, respectivamente.

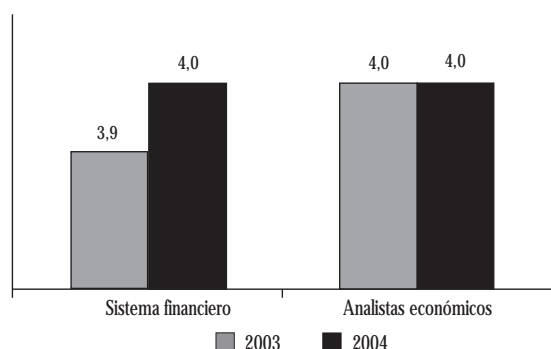
**Gráfico 26**  
**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN**  
(Variación acumulada del IPC a 12 meses)



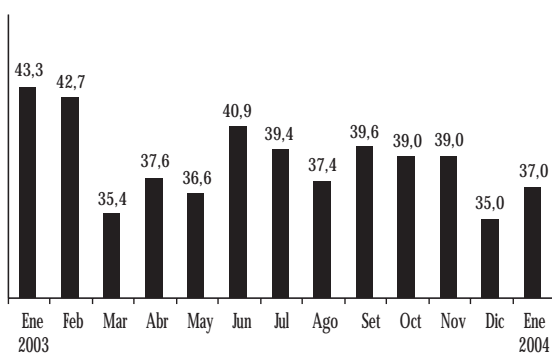
**Gráfico 27**  
**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN**  
(Variación acumulada del IPC a 12 meses)



**Gráfico 28**  
**EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL PBI**



**Gráfico 29**  
**ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR: INDICCA**



Fuente: Apoyo

## II.2 Actividad económica

46. Las expectativas de los agentes económicos reflejadas en las encuestas del BCRP a entidades financieras y especialistas económicos indican un crecimiento de la producción entre 3,9 y 4,0 por ciento para el 2003 y 4,0 por ciento para el 2004.

47. Para el año 2004 se estima un crecimiento del PBI de 4,0 por ciento y de 3,7 por ciento para la demanda interna:

- a. El **consumo privado** crecería 3,5 por ciento y la inversión privada 6,1 por ciento. Cabe mencionar que el índice INDICCA publicado por la empresa APOYO, que mide la percepción de los consumidores respecto a su situación económica futura, ha registrado una mejora en enero del presente año con respecto al dato publicado el mes anterior.

**Cuadro 23**  
**DEMANDA Y OFERTA GLOBAL**

(Variaciones porcentuales reales con respecto al mismo período del año anterior)

	2002	2003 *	2004*
<b>I Demanda global (1+2)</b>	<b>4,5</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>
1. Demanda Interna	4,1	3,6	3,7
a. Consumo privado	4,5	3,3	3,5
b. Consumo público	1,6	4,5	3,4
c. Inversión privada fija	0,2	5,1	6,1
d. Inversión pública	-5,0	5,0	6,4
2. Exportaciones	6,8	5,0	6,1
<b>II Oferta global (3+4)</b>	<b>4,5</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>
3. Producto Bruto Interno	4,9	3,9	4,0
4. Importaciones	2,4	3,5	4,5

\* Proyección

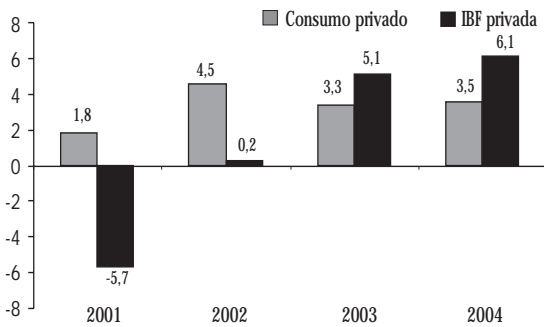
- b. El crecimiento de la **inversión privada** en el 2004 se sustentaría en las mayores utilidades de las empresas durante el 2003 (al tercer trimestre las empresas manufactureras registraron un aumento de 15,3 por ciento en sus utilidades). Asimismo, se contempla la ejecución de proyectos entre los que destaca Camisea (incluidas las inversiones del consorcio exportador Perú LNG) con un monto de US\$ 732 millones, el proyecto Alto-Chicama (Barrick Gold Corporation) y Minas Conga (Minera Yanacocha).

**RECUADRO 3  
PROYECTOS POR CONCESIONAR**

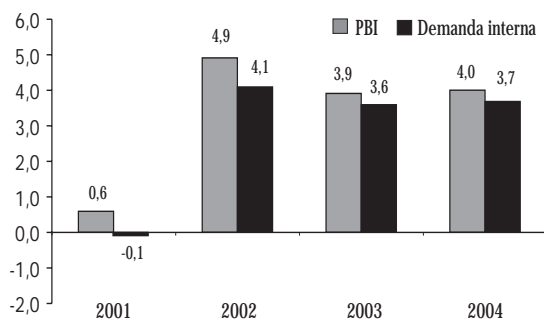
<b>Proyecto</b>	<b>Monto (US\$ Millones)</b>	<b>Adjudicación</b>	<b>Descripción</b>
<b>INFRAESTRUCTURA</b>	<b>1260</b>		
Proyecto Olmos (Primera Etapa)	112	III Trimestre 2004	La primera etapa comprende la construcción del túnel trasandino y la presa del Limón. El plazo de la concesión es de 20 años. Del monto total de inversión US\$ 35 millones serán aportados por el concesionario.
Central Hidroeléctrica de Yuncán	200	I Trimestre 2004	El proyecto consiste en la construcción de una central hidroeléctrica de 130 Mw de potencia instalada, para producir anualmente 901Gwh de energía. La concesión durará 30 años.
Eje Multimodal Amazonas Norte de IIRSA (Integración de la Infraestructura Sur-Americana)	124	II Trimestre 2004	Esta es una segunda vía de comunicación con Brasil, que partiendo del puerto de Paita, culmina en Yurimaguas en su parte terrestre. Desde esta última ciudad se utiliza la vía fluvial para acceder al Brasil. El proyecto contempla la rehabilitación y mantenimiento de diversos tramos entre las ciudades mencionadas e inversiones en los puertos de Yurimaguas e Iquitos, así como el mantenimiento de la vía terrestre. Parte de la inversión será cofinanciada por el Estado.
Eje Multimodal Amazonas Centro de IIRSA (Integración de la Infraestructura Sur-Americana).	62	III Trimestre 2004	El eje es una vía de transporte que permite la integración con el Brasil, con origen en Lima y término en Pucallpa, desde donde por vía fluvial se comunica con este país. El proyecto incluye la rehabilitación de ciertos tramos entre Lima y Pucallpa, así como inversiones en el puerto de esta localidad y el mantenimiento de toda la vía.
Red Vial Nro. 4	100	III Trimestre 2004	Se considera en este proyecto la construcción de la vía de evitamiento de Chimbote, la rehabilitación de la carretera Pativilca-Conococha-Huaraz-Caraz, la rehabilitación y mejoramiento del tramo Pativilca-Casma-Trujillo y la rehabilitación del acceso al Puerto de Salaverry.
Red Vial Nro. 1	104	III Trimestre 2004	El proyecto contempla la construcción de una autopista de 37 km entre Piura y Sullana, de una vía de evitamiento a la ciudad de Piura, la rehabilitación de la carretera Paita-Sullana y los accesos a Talara, Puerto Pizarro y el aeropuerto de Tumbes.
Red Vial Nro. 6	205	I Trimestre 2004	El proyecto comprende el mantenimiento del tramo Puente Pucusana-Cerro Azul (74 km); la construcción de la autopista Cerro Azul-Ica (149 km) y el mantenimiento del tramo Cañete-Lunahuaná (40 km).
Aeropuertos	153		Para el caso de los aeropuertos administrados por CORPAC se propuso un esquema de participación público-privado en cual el Estado fijaría estándares de calidad de servicio y seguridad que deberán cumplirse en cada aeropuerto y transferiría los servicios bajo el formato DBFOT (diseña, construye, financia, opera y transfiere- por sus siglas en inglés)
EPS Grau y EMEAPA Tumbes	200		El proyecto tiene como objetivo la participación de la inversión privada en las empresas prestadoras de servicios de agua potable y alcantarillado de los departamentos de Piura y Tumbes.
<b>MINEROS</b>	<b>300</b>		
Bayóvar	300		El proyecto involucra la explotación del depósito de fosfatos, cuyas reservas equivalen a 262 millones de toneladas de concentrados de roca fosfórica. El criterio de adjudicación será el monto de inversión a realizarse en siete años. Las regalías de explotación serán un parámetro fijo del concurso. Se considerará la construcción de una planta de roca fosfórica en plazo determinado y el aporte a un fondo para el desarrollo de la comunidad.
<b>TURÍSTICOS</b>	<b>40</b>		
Centro Cívico de Lima	20		El objetivo del proyecto es entregar a un operador privado la rehabilitación y acondicionamiento de la totalidad de inmuebles del Centro Cívico –con excepción de la Torre– para la implementación de un Centro Comercial y Complejo Multiplex de cinemas. La promoción de la inversión privada se llevará a cabo a través de un contrato de arrendamiento o usufructo.
Complejo Turístico El Chaco- La Puntilla	8		El proyecto abarca el diseño, construcción y operación de un complejo turístico en la zona Chaco – La Puntilla, ubicada en la bahía de Paracas, sobre un terreno de propiedad del Estado.
Complejo Turístico Playa Hermosa	12		El proyecto comprende el desarrollo de infraestructura turística dentro de la franja costera establecida como Zona de Reserva Turística Nacional, la que comprende básicamente toda la costa de la región Tumbes. La promoción de la inversión privada se realizará mediante la concesión de terrenos para el diseño, construcción y operación de dicha infraestructura. Los criterios de adjudicación son el compromiso de inversión, el derecho de explotación y el pago por adjudicación.
<b>Total</b>	<b>1600</b>		

FUENTE: PROINVERSIÓN

**GRÁFICO 30**  
**CONSUMO E INVERSIÓN PRIVADA: 2001-2004**  
(Variaciones porcentuales reales)



**PBI Y DEMANDA INTERNA: 2001-2004**  
(Variaciones porcentuales reales)



La inversión en construcción tendría una evolución positiva considerando que continuaría el dinamismo observado en el Programa Mivivienda, en particular de viviendas para el sector C. Cabe precisar que existe una baja morosidad de los créditos hipotecarios -a noviembre la morosidad fue de 4,4 por ciento en tanto que el promedio de los créditos comerciales se encuentra alrededor de 7 por ciento-. Así, se esperaría que los préstamos hipotecarios, distintos de los de Mivivienda también se sigan expandiendo. Asimismo, para el segundo semestre de 2004 están programados los trabajos de construcción de la mina Alto Chicama en el departamento de La Libertad, así como el mayor crecimiento de la inversión pública, factores que sostendrían el crecimiento de la construcción.

c. La **inversión pública** aumentaría 6,4 por ciento en el año frente a 5,0 por ciento de 2003. Adicionalmente, se vienen promocionando la entrega en concesión de la construcción y rehabilitación de carreteras, entre las que destacan la Red Vial 6 (Lima - Ica) cuyo monto estimado de inversión asciende a US\$ 205 millones, la Red Vial 1 (Piura-Tumbes) con US\$ 104 millones y la Red Vial 4 (Ancash-Trujillo) con US\$ 100 millones. También se está realizando la convocatoria para la adjudicación de un centro comercial en el Centro Cívico de Lima y la construcción del complejo turístico El Chaco-La Puntilla (Paracas).

d. Las **exportaciones** de bienes y servicios crecerían 6,1 por ciento en términos reales correspondiendo las mayores tasas de crecimiento a las exportaciones tradicionales, especialmente mineras, cuyos volúmenes de exportación crecerán a tasas de 20 por ciento en plomo, 11 por ciento en los casos de cobre y hierro, 7 por ciento en zinc y 6 por ciento en plata. Esta expansión de las exportaciones mineras se daría en una coyuntura favorable de precios internacionales que en conjunto subirían más de 10 por ciento. Las exportaciones no tradicionales aumentarían 11 por ciento, en particular las provenientes del sector textil.

48. Respecto a la **composición sectorial**, para el 2004 se proyecta un crecimiento de 5,1 por ciento para los sectores primarios, entre los que destaca el mayor dinamismo de la minería y la pesca, y un aumento de 3,7 por ciento para los sectores no primarios.

49. Entre los **sectores primarios**, la mayor actividad de la minería y la pesca se verían atenuadas por el menor crecimiento del agro que registraría una caída en el subsector

**Cuadro 24****PRODUCTO BRUTO INTERNO**

(Variaciones porcentuales reales con respecto al mismo período del año anterior)

	2002	2003*	2004*
<b>Agropecuario</b>	<b>5,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>
<b>Pesca</b>	<b>5,7</b>	<b>-13,9</b>	<b>10,5</b>
<b>Minería e hidrocarburos</b>	<b>11,6</b>	<b>6,5</b>	<b>6,9</b>
Minería metálica	12,3	7,6	6,0
Hidrocarburos	0,6	-4,5	18,1
<b>Manufactura</b>	<b>4,2</b>	<b>2,0</b>	<b>4,0</b>
Procesadores de recursos primarios	-0,5	-2,9	7,5
Manufactura no primaria	5,6	3,4	3,1
<b>Construcción</b>	<b>7,9</b>	<b>3,2</b>	<b>5,0</b>
<b>Comercio</b>	<b>4,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>
<b>Servicios</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>
Electricidad y agua	5,1	4,6	3,9
Otros servicios	3,8	4,2	3,6
<b>VALOR AGREGADO BRUTO (VAB)</b>	<b>5,0</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>
Impuestos a los productos y derechos de importación	3,9	6,6	4,0
<b>PBI GLOBAL</b>	<b>4,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>
<b>VAB Primario</b>	<b>6,5</b>	<b>2,5</b>	<b>5,1</b>
<b>VAB No Primario</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>

\* Proyección

agrícola durante el primer trimestre y una menor tasa de crecimiento en el segundo trimestre en los tres cultivos principales (papa, arroz y maíz amarillo). Esta evolución se explicaría por menores siembras y caída en los rendimientos por efectos del clima.

Entre los **sectores no primarios**, el sector construcción crecería 5 por ciento sustentado en la evolución positiva de los créditos hipotecarios y la mayor actividad derivada de la inversión privada y pública.

La manufactura no primaria aumentaría 3,1 por ciento, explicada por el incremento del rubro alimentos, bebidas y tabaco y del rubro textil, cuero y calzado. En el primer caso, el aumento estaría asociado a un mayor crecimiento de la demanda interna; mientras que en el segundo, a mayores exportaciones, aprovechando las preferencias arancelarias del ATPDEA.

50. Para el 2004 se estima un aumento de 4,6 por ciento en el **ingreso nacional disponible**, tasa superior a la del PBI, debido a una mayor ganancia de los términos de intercambio.

**Cuadro 25**

**INGRESO NACIONAL DISPONIBLE**

(Variaciones porcentuales reales respecto al mismo período del año anterior)

	2002	2003*	2004*
I. Producto bruto interno (PBI)	4,9	3,9	4,0
II. Producto nacional bruto (PNB) 1/	4,2	3,3	3,3
III. Ingreso nacional bruto (IN) 2/	4,3	4,0	4,8
IV. Ingreso nacional disponible (IND) 3/	4,3	4,1	4,6

1/ Excluye del PBI la renta neta pagada a factores productivos no residentes.

2/ El PBI y el PNB están aislados de cambios en los términos de intercambio del comercio exterior.

3/ Agrega al IN las transferencias netas recibidas de no residentes.

\* Proyección

**II.3 Sector externo**

***Crecimiento mundial***

51. Para el 2004, se prevé una recuperación del crecimiento mundial, incluso a tasas mayores a las proyectadas anteriormente. De acuerdo con el *Consensus Economics*, el PBI de nuestros principales socios comerciales aumentaría 4,0 por ciento, destacando la recuperación de la economía norteamericana. También Asia, y en particular China, mantendrían altas tasas de crecimiento. En la región, se estima que Argentina, Brasil y Chile presenten una importante recuperación asociada a factores externos (el crecimiento mundial) y factores internos. Cabe resaltar el avance en las reformas estructurales (en particular la del sistema de pensiones) y la reducción de tasas de interés en Brasil; y las perspectivas positivas en el mercado de commodities en el caso de Chile.

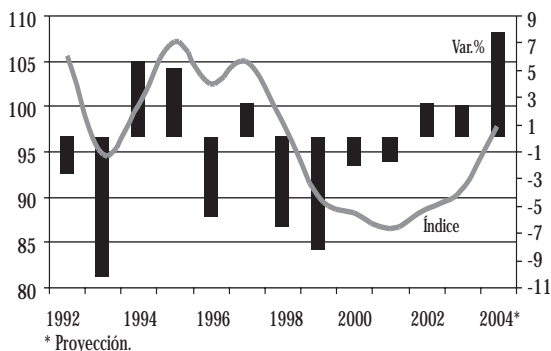
**Cuadro 26**

	2002	Proyecciones de Crecimiento del PBI (en porcentajes)			
		Agosto 2003		Enero 2004	
		2003	2004	2003	2004
<b>Mundo</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,6</b>
<b>Socios comerciales</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>3,4</b>	<b>2,4</b>	<b>4,0</b>
· Norteamérica	2,4	2,3	3,7	2,9	4,4
· Europa	1,2	1,2	2,1	1,2	2,3
· Asia	4,1	3,8	4,1	4,6	4,9
· América Latina	-1,1	0,6	3,8	1,0	4,3

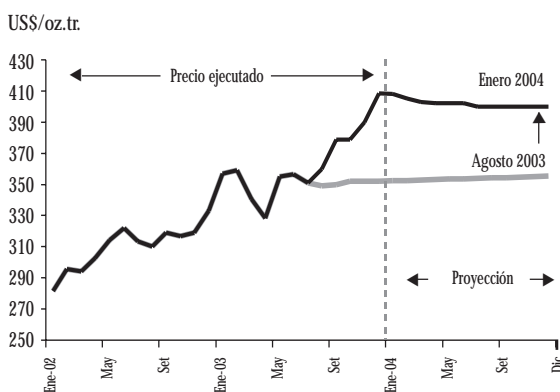
Fuente: *Consensus Forecasts*.



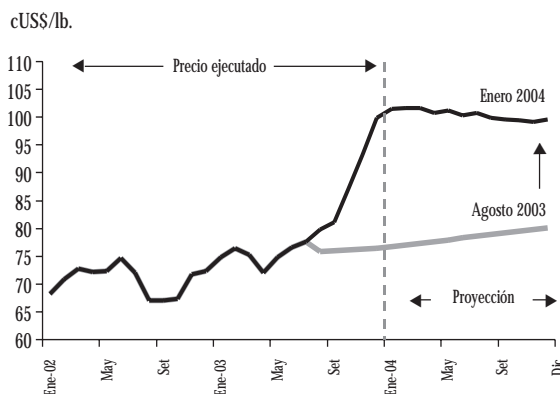
**Gráfico 31**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**



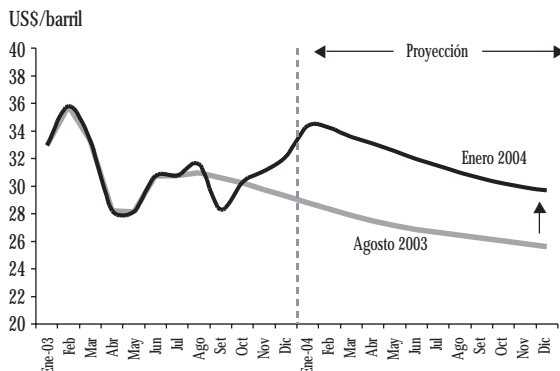
**Gráfico 32**  
**PRECIO DEL ORO: EJECUTADO Y FUTUROS**



**Gráfico 33**  
**PRECIO DEL COBRE: EJECUTADO Y FUTUROS**



**Gráfico 34**  
**PRECIO DEL PETRÓLEO WTI: EJECUTADO Y FUTUROS**



**Términos de intercambio**

52. Esta tendencia en la consolidación de mejores precios de los principales *commodities*, por las perspectivas favorables de la economía mundial y por la persistencia de la debilidad del dólar se mantendría en el 2004. Así, se estima que la cotización del cobre alcance los US\$/lb 1,00 a fin de año y que el oro se mantenga en US\$ 400 la onza. Por su parte, en el caso del petróleo se estima una reducción gradual en el precio de 7,6 por ciento, a fin del periodo, una vez superada la mayor demanda por las bajas temperaturas del invierno en el hemisferio norte. Asimismo, se espera un mayor incremento de los precios del resto de productos importados. Con ello, se proyecta para el 2004 una mejora de los términos de intercambio de 7,2 por ciento, por mayores precios de exportación en 9,2 por ciento, superior al aumento de los precios de importación de 1,9 por ciento.

**Cuadro 27**  
**PROYECCIONES DE LA VARIACIÓN ANUAL DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**

	Proyecciones			
	Agosto 2003		Enero 2004	
	2003	2004	2003	2004
Términos de intercambio	-0,4	1,6	2,5	7,2
Índice de precios de exportación	5,2	1,2	8,1	9,2
Índice de precios de importación	5,7	-0,4	5,5	1,9

El precio del petróleo se ha mantenido por encima de las previsiones de agosto, ante los bajos niveles de inventarios en EUA, un invierno de muy bajas temperaturas y temores de diversos atentados a lo largo del año. Ello llevó a que el precio promedio del WTI en el 2003 fuera de US\$ 31,1 el barril (incremento de 19,2 por ciento), lo que en el reporte de agosto se estimó en US\$ 30,9 el barril (incremento de 18,4 por ciento). Para el 2004 se espera que el precio promedio del WTI pase de US\$ 31,1 por barril a US\$ 29,7 por barril.

**RECUADRO 4**

**Términos de intercambio e indicadores de actividad**

Existen al menos dos mecanismos de transmisión mediante los cuales los términos de intercambio afectan el PBI. El primer mecanismo destaca el impacto que los términos de intercambio tienen directamente sobre los niveles de inversión privada y pública. En el caso de la inversión privada el mayor dinamismo se daría mediante la reinversión de utilidades que se obtendrían y en el caso de la inversión pública a través de un incremento en la recaudación. El segundo mecanismo opera a través de los efectos

sobre el consumo. Un choque transitorio favorable de los términos de intercambio genera un aumento en el ingreso nacional corriente, mayor al del ingreso permanente, lo cual induce a los agentes a aumentar el consumo marginalmente. Sin embargo, si el choque es percibido como permanente, el aumento en el consumo será más pronunciado. Esta asociación entre los términos de intercambio y el nivel de actividad se observa en el siguiente cuadro.

**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO E INDICADORES DE ACTIVIDAD**  
(Variaciones porcentuales reales)

	FBI	Términos de Intercambio	Demanda Interna	Consumo Privado	Consumo Público	IBF Privada	Inversión Pública
1951	9,4	7,6	12,8	9,2	2,9	34,2	5,8
1952	5,2	-13,0	5,0	1,9	11,3	8,0	123,8
1953	4,9	-14,1	4,9	4,2	2,0	11,3	-16,5
1954	6,1	3,9	3,9	7,7	18,6	-21,2	-21,7
1955	5,8	5,5	8,1	7,1	-0,1	3,9	119,1
1956	4,3	1,5	5,5	1,8	5,9	39,6	-20,9
1957	6,7	0,4	7,5	5,5	15,7	10,3	-16,8
1958	-0,7	-15,7	-2,3	0,3	-0,1	-14,3	2,8
1959	1,6	2,1	-1,7	1,0	12,0	-19,7	-33,9
1960	8,9	-2,7	7,8	4,6	17,5	9,1	-8,9
1961	8,4	-5,1	8,6	6,8	15,6	14,2	151,9
1962	9,2	4,5	10,1	10,4	5,1	19,7	-11,8
1963	5,4	5,4	7,1	9,9	5,8	-6,4	3,6
1964	6,2	2,0	6,2	6,1	12,5	-7,9	35,8
1965	6,7	2,1	8,5	7,6	6,8	16,8	29,4
1966	8,1	15,3	9,3	8,7	0,1	11,3	15,5
1967	4,4	-8,4	5,2	7,9	3,5	-6,3	-13,6
1968	0,4	-1,8	-2,2	1,0	6,4	-16,0	-11,5
1969	3,9	11,2	4,0	3,5	5,5	-0,9	19,0
1970	6,2	-2,3	6,3	6,1	5,0	9,2	20,1
1971	4,5	-11,9	5,5	3,6	6,9	11,8	15,5
1972	3,4	-7,8	2,2	3,2	6,6	1,8	8,7
1973	6,5	24,4	10,4	4,1	6,0	44,6	18,0
1974	8,8	10,3	11,7	6,8	6,0	16,3	57,0
1975	4,4	-9,5	3,4	4,1	11,1	-0,2	11,9
1976	1,2	-8,3	-1,1	1,8	4,8	-18,2	-5,7
1977	0,6	-5,5	-0,5	0,2	14,4	2,7	-26,7
1978	-3,8	-12,0	-8,2	-7,7	-12,7	-5,4	-17,2
1979	2,0	22,6	-0,2	-2,7	-8,5	8,2	14,1
1980	7,7	1,5	14,1	6,3	24,2	31,2	30,2
1981	5,5	-11,3	8,2	5,0	-1,9	18,1	24,5
1982	-0,3	-5,7	-1,3	-0,9	9,4	-7,0	3,6
1983	-9,3	6,1	-11,3	-2,5	-8,2	-38,6	-12,0
1984	3,8	-4,8	0,8	3,9	-6,6	-6,9	0,8
1985	2,1	-5,1	0,1	2,9	4,4	-11,4	-19,2
1986	12,1	-13,1	16,4	15,2	8,0	38,8	-4,6
1987	7,7	-0,1	9,2	6,9	5,7	26,8	-4,8
1988	-9,4	4,9	-9,7	-8,3	-15,8	-9,0	-32,0
1989	-13,4	-6,5	-16,7	-15,3	-19,1	-21,5	15,6
1990	-5,1	-9,2	-2,6	-2,3	-10,2	13,0	-26,7
1991	2,2	-4,5	3,5	3,4	2,0	-0,2	8,5
1992	-0,4	-2,5	0,2	-0,3	2,8	-4,0	20,0
1993	4,8	-7,3	4,8	3,4	3,1	9,1	17,4
1994	12,8	7,8	14,0	9,8	8,7	39,4	17,7
1995	8,6	4,3	11,8	9,7	8,5	27,4	3,1
1996	2,5	-4,2	1,3	3,1	4,4	-2,2	-5,7
1997	6,8	5,5	7,0	4,5	7,6	16,0	12,2
1998	-0,6	-13,5	-0,9	-0,9	2,5	-2,4	2,9
1999	0,9	-5,9	-3,1	-0,4	3,5	-15,2	6,2
2000	2,8	-0,5	2,2	3,5	3,1	-2,0	-14,9
2001	0,3	-2,7	-0,5	1,4	0,1	-4,5	-22,9
2002	4,9	1,1	4,1	4,5	1,6	0,2	-5,0

○ Eventos de expansión del producto por encima de 6% y mejora de términos de intercambio

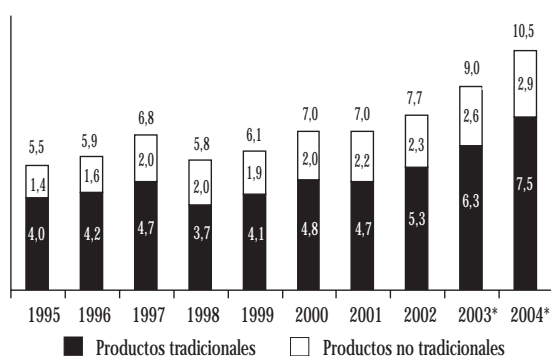
□ Eventos de caída del producto y deterioro de términos de intercambio

Así, se aprecia que un aumento de los términos de intercambio fue acompañado de incrementos en el PBI para los años 1954 y 1955, y 1962 y 1966, 1973-1974 y 1994-1995. Asimismo se aprecia que caídas en los términos de intercambio precedieron a una desaceleración en el ritmo de crecimiento del PBI. Se ha estimado que el impacto máximo de un incremento de 1 por ciento en los términos de intercambio sobre el PBI es de 0,2 por ciento.

### Balanza comercial

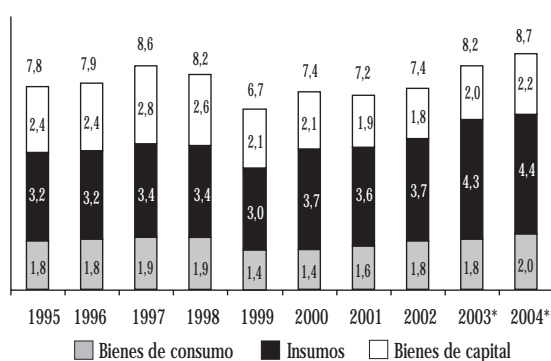
53. Considerando las perspectivas de la economía mundial y el desarrollo de los términos de intercambio previstos, se estima que la balanza comercial tendría en el 2004 un superávit por tercer año consecutivo, que alcanzaría los US\$ 1 758 millones.

**Gráfico 35**  
**EXPORTACIONES DE BIENES**  
(Miles de millones de US\$)



Nota: El total de exportaciones incluye el rubro otras exportaciones.  
\* Proyección

**Gráfico 36**  
**IMPORTACIONES DE BIENES**  
(Miles de millones de US\$)



Nota: El total de importaciones incluye el rubro otras importaciones.  
\* Proyección

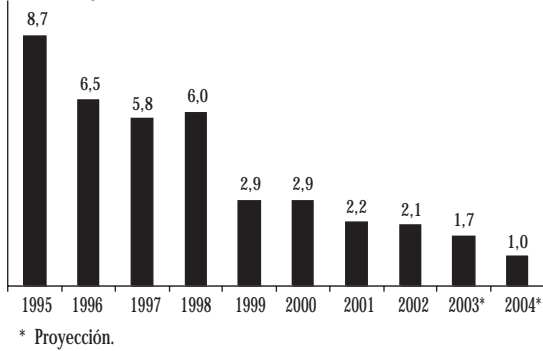
**Cuadro 28**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(Millones de US\$)

	2002	2003 *	2004 *	Var. %	
				2003 *	2004 *
<b>1. EXPORTACIONES</b>	<b>7 647</b>	<b>8 954</b>	<b>10 491</b>	<b>17,1</b>	<b>17,2</b>
Productos tradicionales	5 312	6 281	7 524	18,2	19,8
Productos no tradicionales	2 260	2 596	2 885	14,9	11,2
Otros	75	78	81	3,9	4,7
<b>2. IMPORTACIONES</b>	<b>7 440</b>	<b>8 244</b>	<b>8 733</b>	<b>10,8</b>	<b>5,9</b>
Bienes de consumo	1 770	1 850	1 996	4,5	7,9
Insumos	3 747	4 337	4 425	15,7	2,0
Bienes de capital	1 843	1 982	2 205	7,6	11,2
Otros bienes	80	75	107	-6,1	41,7
<b>3. BALANZA COMERCIAL</b>	<b>207</b>	<b>710</b>	<b>1 758</b>		

\* Proyección

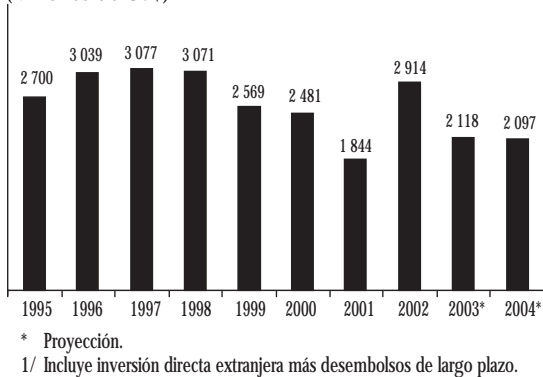
54. Se proyecta que las exportaciones aumenten a una tasa de 17 por ciento debido a los mayores volúmenes y precios de los minerales exportados, especialmente cobre, oro, harina de pescado y zinc, así como por la consolidación de las ventas de prendas de vestir por los beneficios del ATPDEA. En el 2004 las exportaciones totales alcanzarían un nivel de US\$ 10 491 millones, tanto por las exportaciones tradicionales que llegarían a US\$ 7 524 millones (20 por ciento) cuanto por las no tradicionales que se estiman en US\$ 2 885 millones (11 por ciento). Los mayores aumentos se darían en las ventas de cobre (US\$ 418 millones) por los mejores precios y el impacto del reinicio de operaciones de la planta de sulfuros de Tintaya, de oro (US\$ 231 millones) producto de las mayores cotizaciones internacionales, zinc (US\$ 199 millones) por la recuperación en la producción de Volcan y harina de pescado (US\$ 112 millones) por la recuperación de la biomasa marina.

**Gráfico 37**  
**DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE**  
**DE LA BALANZA DE PAGOS**  
(Porcentaje del PBI)



Para el 2004 se espera un crecimiento de 6 por ciento en las importaciones (4,5 por ciento en términos reales en importaciones de bienes y servicios), compatible con el aumento de 4 por ciento del PBI y la recuperación de la inversión privada y el consumo. Las compras al exterior alcanzarían los US\$ 8 733 millones impulsadas por las importaciones de bienes de capital e insumos para la industria (11 por ciento en ambos casos), contrarrestadas por las menores adquisiciones de combustibles (18 por ciento). Esta disminución está asociada al efecto de sustitución de importaciones por la puesta en marcha del proyecto Camisea en la segunda mitad del año y por los menores precios del crudo proyectados.

**Gráfico 38**  
**FLUJO DE CAPITALES DE LARGO PLAZO**  
**DEL SECTOR PRIVADO**  
(Millones de US\$)

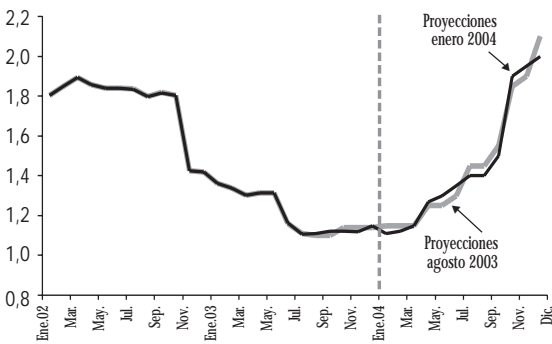


**Cuenta corriente de la balanza de pagos y flujo de capitales**

55. Para el 2004 se proyecta un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de US\$ 623 millones, equivalente a 1,0 por ciento del PBI, menor a la del año previo por la mejora de los términos de intercambio estimados.

La cuenta de capitales por su parte mostraría desembolsos brutos privados de largo plazo de alrededor de US\$ 2 100 millones, así como también un importante flujo de inversión en el exterior de las instituciones financieras (US\$ 836 millones). Los flujos de capitales estarían destinados a proyectos como Alto Chicama (US\$ 100 millones) y Camisea I y II etapas (US\$ 732 millones), principalmente. Las fuentes públicas aportarían en neto US\$ 448 millones. Para el año se proyecta una ganancia de reservas internacionales de US\$ 300 millones.

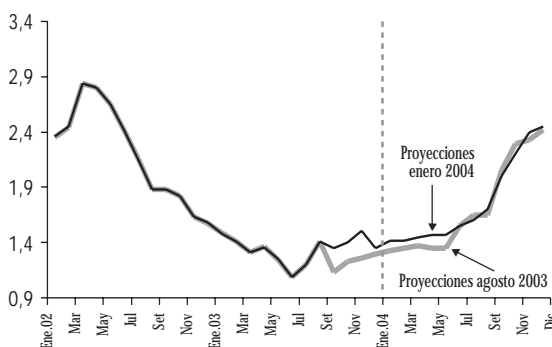
**Gráfico 39**  
**LIBOR A 1 MES: EJECUCIÓN Y PROYECCIÓN**



**Tasas de interés internacionales**

56. Durante el año 2003 la tasa de interés LIBOR tuvo una tendencia a la baja al pasar de 1,38 a 1,15 por ciento entre diciembre de 2002 y diciembre de 2003. Esta tendencia se dio en un contexto en que los principales bancos centrales redujeron sus tasas (en junio la Reserva Federal (FED) redujo su tasa de política de 1,25 a 1 por ciento mientras que el Banco Central Europeo (BCE) bajó su tasa de política de 2,5 a 2,0 por ciento). Para el 2004, se espera que la tasa de interés LIBOR presente una tendencia al alza a partir del segundo semestre, en línea con las expectativas de crecimiento de la economía mundial y con la tendencia al alza prevista en las tasas de interés de la FED.

**LIBOR A 12 MESES: EJECUCIÓN Y PROYECCIÓN**



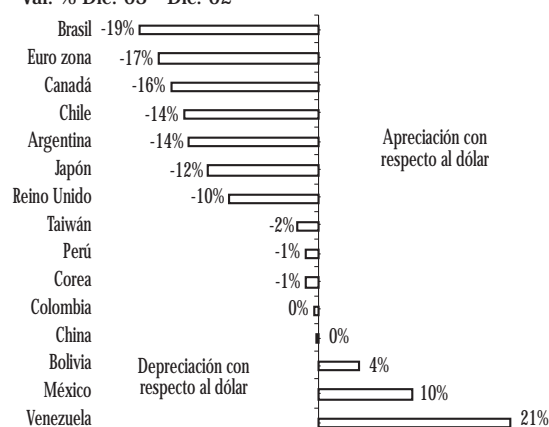
**RECUADRO 5**

**Debilitamiento del dólar**

Durante el año 2003, el dólar experimentó una fuerte depreciación frente a las monedas fuertes del mundo (euro y yen) y respecto a la mayoría de monedas. El debilitamiento de 17 por ciento del dólar respecto al euro lo llevó a alcanzar mínimos históricos. Parte de las presiones depreciatorias se originarían por el diferencial entre las tasas de interés, así como por las preocupaciones respecto al financiamiento del déficit fiscal y en cuenta corriente de EUA. Respecto al yen, el

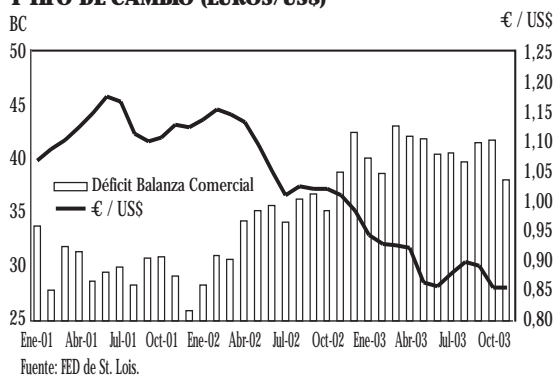
### TIPO DE CAMBIO: UNIDADES MONETARIAS POR US\$ PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES DE PERÚ

Var. % Dic. 03 - Dic. 02



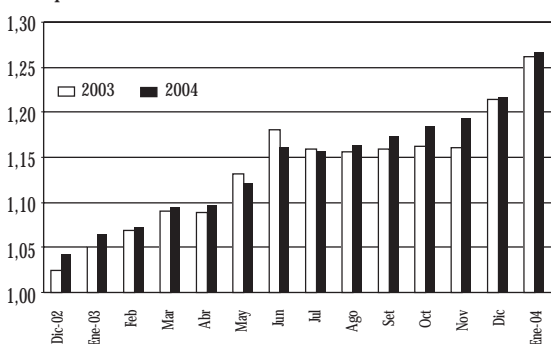
Fuente: Reuters, FMI.

### ESTADOS UNIDOS: DÉFICIT COMERCIAL Y TIPO DE CAMBIO (EUROS/US\$)



Fuente: FED de St. Lois.

### EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS SOBRE EL EURO US\$ por euro



Fuente: Consensus Forecast.

dólar también se depreció- a una tasa de 12 por ciento- a pesar de las fuertes intervenciones del Banco de Japón para evitar que la apreciación de su moneda afecte al sector exportador. Respecto a las monedas de la región, el real de Brasil fue la moneda que registró la mayor apreciación respecto al dólar con 19 por ciento; sólo las monedas de Venezuela, México y Bolivia tuvieron una depreciación significativa respecto al dólar. Cabe señalar que las presiones depreciatorias del dólar en los mercados internacionales fueron parcialmente compensadas por la demanda de bonos del Tesoro Americano por parte de gobiernos e instituciones extranjeras, en particular de algunos bancos centrales de Asia.

En los primeros días de 2004 el dólar ha seguido depreciándose respecto a otras monedas, en particular al euro, aunque de acuerdo con los contratos a futuros y las proyecciones del *Consensus Forecast*, no se espera una depreciación significativa para el resto del año. Sin embargo, en tanto se mantenga la incertidumbre respecto a la situación fiscal y externa de los Estados Unidos, las perspectivas de la cotización del dólar son inciertas. A ello contribuye también una posible flexibilización de los regímenes cambiarios de Asia (China y Japón) que llevarían a estos países a reducir su acumulación de reservas y a demandar menos títulos denominados en dólares (como los bonos del Tesoro Americano).

## II.4 Cuentas fiscales

57. En el año 2004 se espera que el resultado económico del sector público no financiero se reduzca a 1,5 por ciento del PBI conforme a las previsiones contenidas en el Marco Macroeconómico Multianual 2004-2006. El resultado primario aumentaría de 0,1 por ciento del PBI en el 2003 a 0,6 por ciento del PBI en el 2004 debido al dinamismo de los ingresos fiscales, los que crecerían 7,5 por ciento en términos reales frente a un aumento de los gastos no financieros de 3,4 por ciento.

**Cuadro 29**  
**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Millones de nuevos soles)

	2002	2003*	2004*
<b>1. Ingresos corrientes del gobierno central</b>	<b>28 319</b>	<b>31 331</b>	<b>34 469</b>
(% del PBI)	14,3	14,8	15,1
Var % real	5,3	8,2	7,5
<b>2. Gastos no financieros</b>	<b>-29 030</b>	<b>-31 234</b>	<b>-33 057</b>
(% del PBI)	-14,6	-14,7	-14,5
Var % real	2,7	5,2	3,4
<b>3. Otros</b>	<b>197</b>	<b>123</b>	<b>30</b>
(% del PBI)	0,1	0,1	0,0
<b>4. Resultado Primario</b>	<b>- 514</b>	<b>220</b>	<b>1 443</b>
(% del PBI)	-0,3	0,1	0,6
<b>5. Intereses</b>	<b>-4 148</b>	<b>-4 347</b>	<b>-4 904</b>
(% del PBI)	-2,1	-2,1	-2,1
De los cuales: Externos (Millones de US\$)	-\$1 002	-\$1 080	-\$1 218
<b>6. Resultado Económico</b>	<b>-4 663</b>	<b>-4 126</b>	<b>-3 462</b>
(% del PBI)	-2,3	-1,9	-1,5
Millones de US\$	-\$1 319	-\$1 187	-\$ 990

\* Proyección

58. Este crecimiento real del gasto no financiero implica un aumento de S/. 1 400 millones respecto al monto aprobado en el Presupuesto del Sector Público para el año 2004, de los cuales S/. 300 millones corresponden a mayor endeudamiento externo para proyectos de inversión.
59. El monto de ingresos corrientes del gobierno central es compatible con la meta de resultado primario (0,6 por ciento del PBI) y con la proyección de crecimiento de los gastos no financieros en términos reales (3,4 por ciento). En consecuencia, el monto de los ingresos corrientes en el 2004 sería equivalente a 15,1 por ciento del PBI.
60. La mejora en el déficit fiscal permitiría reducir los requerimientos de financiamiento del sector público de US\$ 2 733 millones en el 2003 a US\$ 2 686 millones en el 2004, los cuales serían cubiertos con la contratación de nueva deuda externa por US\$ 1 796 millones, monto que incluye la emisión de US\$ 500 millones en bonos soberanos, US\$ 450 millones en desembolsos para proyectos de inversión y US\$ 846 millones en desembolsos fungibles de agencias multilaterales. Asimismo sería necesario colocar el equivalente a US\$ 560 millones en bonos internos en moneda nacional. Cabe mencionar que a fines de 2003 se colocaron US\$ 500 millones para pre-financiar el presupuesto de 2004.

**Cuadro 30**  
**FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Millones de US\$)

	2002	2003*	2004*
<b>1. Resultado Económico (millones de soles)</b>	<b>-4 663</b>	<b>-4 126</b>	<b>-3 462</b>
<i>(% del PBI)</i>	-2,3	-1,9	-1,5
Millones de US\$	-\$ 1 319	-\$ 1 187	-\$ 990
<b>2. Amortización (Millones de US\$)</b>	<b>-\$ 1 074</b>	<b>-\$ 1 546</b>	<b>-\$ 1 681</b>
Internos	-\$ 138	-\$ 385	-\$ 356
Externos	-\$ 936	-\$ 1 161	-\$ 1 326
<b>3. Requerimiento Financiero (Millones de US\$)</b>	<b>\$ 2 393</b>	<b>\$ 2 733</b>	<b>\$ 2 686</b>
Desembolsos externos	\$ 1 960	\$ 2 101	\$ 1 796
<i>Libre disponibilidad</i>	<i>\$ 1 609</i>	<i>\$ 1 765</i>	<i>\$ 1 346</i>
- Multilaterales	\$ 625	\$ 519	\$ 846
- Bonos	\$ 984	\$ 1 246	\$ 500
<i>Proyectos de inversión</i>	<i>\$ 351</i>	<i>\$ 336</i>	<i>\$ 450</i>
Bonos internos	\$ 213	\$ 508	\$ 560
Privatización	\$ 421	\$ 52	\$ 20
Otros	-\$ 194	\$ 72	\$ 296

\* Proyección

### III. BALANCE DE RIESGOS

61. El escenario macroeconómico descrito en este documento es considerado como el más probable. No obstante, la presencia de diferentes fuentes de incertidumbre y riesgo podrían afectar el escenario central de proyección de inflación de este Reporte. Los factores de riesgo que se consideran son:

- **Apreciación del sol:** La debilidad fiscal y externa de los Estados Unidos y la mejora de nuestros términos de intercambio podría acentuar aún más la desvalorización del dólar frente a otras monedas, entre ellas el nuevo sol. En este sentido, una mayor apreciación del nuevo sol podría presionar hacia abajo la inflación. Ante ello, el Banco Central podría adoptar una posición más flexible a fin de compensar este efecto e intervenir además en el mercado cambiario para reducir la volatilidad del nivel del tipo de cambio.
- **Menor confianza de los consumidores:** El escenario central de proyección contempla un crecimiento del PBI de 4 por ciento, lo cual supone que se mantiene la confianza de los consumidores. Si las expectativas de los consumidores se deterioran podrían generar una presión a la baja en la tasa de inflación, por lo que la política monetaria podría asumir una posición más flexible.
- **Mayores choques de oferta:** El escenario central contempla el alza reciente de precios como un efecto transitorio, tanto en la evolución de los precios internacionales de alimentos como en las condiciones de la oferta agrícola local. Así por ejemplo, se ha considerado para este escenario que las cotizaciones a futuro de trigo y aceite de soya se mantendrían en niveles elevados en el primer caso, y disminuirían ligeramente en el segundo semestre en el caso de aceite de soya. Asimismo, se considera una reducción de la producción de arroz, con el consecuente impacto sobre

precios, debido a las menores siembras por la menor disponibilidad de agua.

Sin embargo, existe el riesgo de una mayor inflación importada de alimentos o una mayor inestabilidad de las condiciones climáticas (lluvias) respecto a la proyección del escenario central.

En este caso, se esperaría una aceleración transitoria de la tasa de inflación, para posteriormente converger hacia el nivel meta, sin que por ello el Banco Central tenga que modificar su posición de política monetaria. No obstante, si estos incrementos en precios de alimentos elevaran las expectativas de inflación durante el 2004 por encima de la meta y consecuentemente afectaran la dinámica de formación de precios en la economía, el Banco Central podría adoptar una posición menos flexible.

62. El escenario presentado podría también ser beneficiado por la coyuntura internacional:

- Una situación donde continúen al alza los precios de nuestros principales productos de exportación que sea acompañada de una mayor inversión favorecería el crecimiento del producto potencial y por lo tanto el crecimiento de largo plazo.

A la fecha de elaboración de este Reporte, el balance de los riesgos mencionados considera que no existe un sesgo hacia arriba o hacia abajo en la proyección de inflación para el 2004.

## CONCLUSIONES

63. La proyección de inflación para el 2004 del presente Reporte se ubica alrededor de la meta de 2,5 por ciento. Esta proyección asume que la posición de la política monetaria se mantiene constante durante el periodo de proyección.

64. Si bien, de acuerdo con la información disponible a la fecha de publicación del presente Reporte no sería necesario modificar la posición de la política monetaria, el Banco Central continuará atento a la evolución de las condiciones macroeconómicas que afectan la inflación para tomar acciones de manera oportuna.