

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## REPORTE DE INFLACIÓN: EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS Enero 2005

PRÓLOGO .....	2
RESUMEN EJECUTIVO .....	3
I. EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA EN EL 2004 .....	4
I.1 Inflación .....	4
I.2 Tipo de cambio.....	14
I.3 Demanda interna y PBI.....	22
I.4 Cuentas externas .....	31
I.5 Finanzas públicas .....	33
I.6 Tasas de interés y agregados monetarios .....	36
II. PROYECCIONES.....	52
II.1 Contexto internacional y cuentas externas.....	52
II.2 Actividad económica .....	59
II.3 Resultado económico del sector público.....	65
II.4 Inflación .....	67
III. BALANCE DE RIESGOS.....	69
CONCLUSIONES.....	72
ANEXO ESTADÍSTICO.....	73

*Este Reporte de Inflación se ha elaborado con información del producto bruto interno y balanza comercial a noviembre de 2004; de las cuentas monetarias y operaciones del gobierno central a diciembre del mismo año y de la inflación a enero de 2005.*

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## PRÓLOGO

- 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 2,5 por ciento, con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo. Esta meta se mide con la variación anual del índice de Precios al Consumidor (IPC) de Lima Metropolitana a diciembre de cada año.
- Uno de los elementos fundamentales del esquema de metas explícitas de inflación es la transparencia de la política monetaria, lo que permite rendir cuentas al público sobre el cumplimiento del mandato constitucional de preservar la estabilidad monetaria. Dentro de esta línea de transparencia, el Banco publica su Reporte de Inflación tres veces al año (enero, mayo y agosto), con el fin de compartir con los agentes económicos la información relevante que emplea para sus decisiones. Este primer Reporte del presente año contiene una descripción de los factores que explicaron la inflación en el año 2004 y las proyecciones macroeconómicas para el año 2005.
- Desde el año 2001, el BCRP publica el calendario de las sesiones de Directorio donde se aprueban las decisiones sobre la posición de política monetaria, las cuales corresponden al primer jueves de cada mes. Este calendario de reuniones se publica a comienzos de cada año con la nota de prensa del programa monetario de enero.
- Las decisiones sobre la posición de política monetaria se dan a conocer mediante el anuncio de tasas de interés de referencia para las operaciones monetarias activas (créditos de regulación monetaria y repos directas) y pasivas (depósitos *overnight*) del BCRP 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 a diario están dirigidas a mantener la tasa de interés interbancaria en el centro del corredor de referencia.
- Para el año 2005, el cronograma de las sesiones en las que el Directorio aprobará el Programa Monetario de cada mes es el siguiente:

3 de febrero	3 de marzo	7 de abril	5 de mayo
2 de junio	7 de julio	4 de agosto	1 de setiembre
6 de octubre	3 de noviembre	1 de diciembre	

El BCRP difundirá su Reporte de Inflación en las siguientes fechas:

4 de febrero	3 de junio	2 de setiembre
--------------	------------	----------------

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## RESUMEN EJECUTIVO

- En este primer Reporte de Inflación del año se analiza la ejecución de la política monetaria durante el año 2004 y las proyecciones macroeconómicas para el 2005.
- Por tercer año consecutivo, el Banco ha cumplido con su meta de inflación dentro del esquema de Metas Explícitas de Inflación iniciado el año 2002. Durante el año 2004, la tasa de inflación fue 3,48 por ciento, ubicándose dentro del rango meta (2,5 por ciento con un rango de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo).
- Los choques de oferta por condiciones climatológicas adversas en el sector agrícola y por mayores precios internacionales de combustible y de insumos alimenticios (trigo y aceite de soya) presionaron al alza la tasa de inflación en el 2004. Se estima que la inflación importada (aproximadamente 12 por ciento de la canasta del IPC) explicó 1,5 puntos porcentuales de la inflación total del año.
- Estas presiones al alza se concentraron en el período enero-julio en donde se observó una aceleración de la inflación. La tasa de la inflación a 12 meses se ubicó transitoriamente por encima del rango superior meta (3,5 por ciento) entre junio y noviembre, lo que elevó en algunos meses (entre julio y octubre) las expectativas de inflación de los agentes económicos para el año 2005 por encima de la meta de 2,5 por ciento.
- En este período, el Banco Central de Reserva elevó en dos oportunidades la tasa de interés interbancaria de referencia (agosto y octubre), pasando de 2,5 a 3,0 por ciento. Con ello, se buscó de manera preventiva garantizar la convergencia de la inflación hacia su nivel meta y evitar que la inflación subyacente asimilara el efecto de alzas transitorias de ciertos productos.
- Con el inicio de la reversión parcial de los choques de oferta y con la apreciación del nuevo sol, la tasa de inflación anual ha venido descendiendo desde agosto a partir del máximo de 4,6 por ciento alcanzado en julio, en línea con la proyección del Reporte de Inflación de agosto de 2004.
- Para el año 2005 se mantienen las previsiones del Reporte de Inflación de Agosto de 2004 en cuanto a que continuaría la reversión parcial de los choques de oferta del año anterior con tasas de inflación últimos doce meses en el tramo inferior de la meta (1,5-2,5 por ciento) en la mayoría de meses del presente año.
- Respecto a los determinantes de la inflación en el 2005 se mantiene el panorama de expectativas de inflación alrededor de 2,5 por ciento, una inflación importada moderada y un crecimiento económico de 4,5 por ciento, liderado por un mayor crecimiento de la demanda interna (4,5 por ciento). Si bien las condiciones externas no serán tan favorables como en el 2004, el crecimiento económico del 2005 estaría favorecido por la ausencia de choques adversos en el sector agrícola. Asimismo, se espera una recuperación de márgenes este año, luego que parte de ellos absorbieron la presión de costos por mayores precios de combustibles en el 2004.
- El escenario fiscal del año 2005 considera un déficit fiscal de 1,0 por ciento del PBI consistente con el Marco Macroeconómico Multianual, sin presiones en su financiamiento. En el mismo sentido, se proyecta una mejor posición de la balanza de pagos con un superávit de cuenta corriente de 0,5 por ciento del PBI. Este entorno macroeconómico supone que los mercados financieros continúen operando sin turbulencias como ha venido ocurriendo en los últimos años. Hacia fines de año, con la cercanía al proceso electoral podría presentarse cierta incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros, frente a lo cual el Banco ha acumulado en forma preventiva un nivel elevado de reservas internacionales.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## I. EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA EN EL 2004

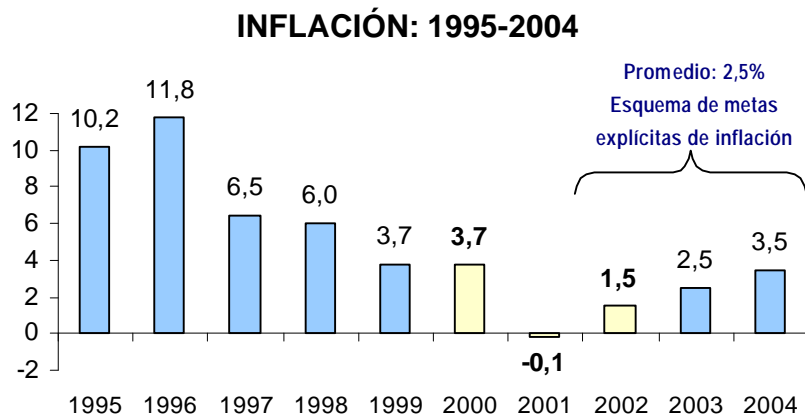
### I.1 Inflación

*En el año 2004 la inflación fue 3,48 por ciento, ubicándose dentro del rango meta del Banco Central (de 1,5 a 3,5 por ciento). Este resultado reflejó principalmente choques de oferta (elevación significativa de precios internacionales del petróleo, trigo y aceite de soya, así como de algunos precios de alimentos internos como arroz y azúcar por factores climáticos y por restricciones a las importaciones); factores que en conjunto explicaron 2,5 puntos porcentuales de la inflación anual. Estos factores fueron parcialmente atenuados por la apreciación de la moneda doméstica.*

*Al interior del año, la tasa anual de inflación llegó a superar el rango meta. En este contexto, el Banco Central elevó la tasa de interés interbancaria de referencia en 25 puntos básicos en dos oportunidades (agosto y octubre) con la finalidad de evitar que los aumentos de precios originados en choques de oferta se propagasen al conjunto de la canasta de consumo.*

1. La inflación del año 2004, medida por la variación porcentual del Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana (IPC), fue 3,48 por ciento, ubicándose dentro del rango meta de inflación establecido por el Banco Central (1,5 - 3,5 por ciento). Con ello, se cumplió por tercer año consecutivo el anuncio establecido con la adopción del régimen de metas explícitas de inflación en el año 2002.

Gráfico 1



# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## RECUADRO 1

### MEDICIÓN DE LA META DE INFLACIÓN

El régimen de metas explícitas de inflación, además de requerir el anuncio de un compromiso de alcanzar un nivel o rango inflacionario, debe precisar, entre otros factores, la frecuencia de evaluación de la meta (mensual o anual, por ejemplo) y el horizonte de tiempo en el que se debe retornar a la meta cuando se ha producido una desviación transitoria. De esta forma, se reconoce por un lado que es posible la presencia de tasas de inflación temporalmente distintas a la meta y, por otro, que las acciones del Banco Central para cumplir la meta tienen un rezago en surtir efecto.

En nuestro caso, para evaluar el cumplimiento de la meta se utiliza la tasa de inflación acumulada anual a diciembre de cada año. Otros bancos centrales evalúan mes a mes el cumplimiento de la meta, pero dejan explícita la posibilidad de una desviación, la cual se corregirá dentro del horizonte en el que la política monetaria es efectiva.

#### Evaluación de la meta de inflación en algunos países con inflación baja

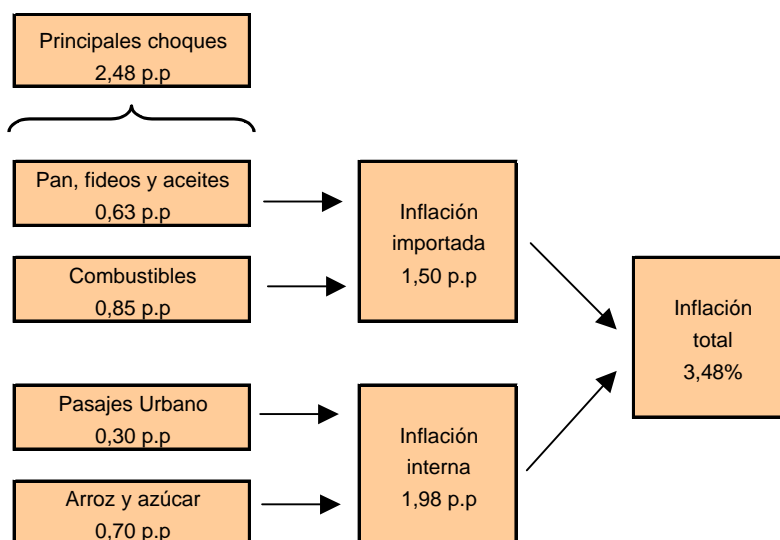
País	Indicador	Meta de inflación	Horizonte	Medición del cumplimiento
Australia	IPC	2-3 %	Mediano plazo	La meta debe cumplirse en promedio sobre el ciclo económico.
Canadá	IPC	Punto medio del rango: 1-3%	Mediano plazo	Las decisiones de política monetaria están orientadas a mantener la tendencia de la inflación en el punto medio del rango meta.
Chile	IPC	2-4 % centrado en 3 %	Mediano plazo (2 años)	La meta debe ser cumplida de manera permanente en un horizonte de mediano plazo.
Inglaterra	IPC	2,00%	Mediano plazo	La meta debe cumplirse en todo momento. La toma de decisiones de política monetaria se realiza con un horizonte futuro de dos años.
México	IPC	3% con un intervalo de variabilidad de +/- 1 punto porcentual	Mediano plazo	A partir del 2004 la meta de inflación opera de manera continua y no sólo para la inflación del cierre del año.
Noruega	IPC	2,5 % con un margen de fluctuación de +/- 1%.	Mediano plazo, con énfasis sobre 2 años	La meta debería cumplirse en todo momento. Se considera que en un periodo de 2 años la política monetaria pueda alcanzar la meta luego de un desvío.
Nueva Zelanda	IPC	1-3 %	Mediano plazo	La meta debe cumplirse en promedio sobre el horizonte mediano.
Polonia	IPC	2,5 % con margen de tolerancia de +/- 1%	Mediano plazo	La evaluación de una meta de inflación para el fin de cada año ha sido cambiado hacia una continua evaluación establecida para un horizonte de mediano plazo.
República Checa	IPC	Una banda continua fijada en 3-5% en enero 2002 y debe terminar en 2-4% a finales del 2005.	Mediano plazo	La política monetaria se evalúa periódicamente a la luz de las proyecciones de inflación realizadas 12 a 18 meses atrás, en el cual se tomaron las decisiones de política monetaria orientadas a alcanzar la meta de inflación para ese periodo.
Suecia	IPC	2% con un rango de margen de fluctuación de +/- 1 punto porcentual	1 ó 2 años	Se evalúa constantemente la variación porcentual 12 meses y la variación de un promedio móvil basado en los últimos 12 meses.

- Como se anticipó en los últimos dos Reportes de Inflación, la dinámica de la tasa de inflación en el año 2004 ha estado determinada tanto por una mayor inflación importada -alzas drásticas en las cotizaciones internacionales de combustibles e insumos alimenticios- cuanto por una menor producción agrícola doméstica por efecto de la sequía en la costa norte, que afectó la producción de arroz y azúcar. En conjunto, estos choques contribuyeron con 2,5 puntos porcentuales a la inflación, teniendo que en el caso de la inflación importada, la contribución a la inflación anual fue de 1,5 puntos porcentuales.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

**Gráfico 2**

**PRINCIPALES CHOQUES DE LA INFLACIÓN DEL AÑO 2004**



La **inflación importada**, que comprende los bienes de la canasta del consumidor que son afectados en forma directa o indirecta por las cotizaciones internacionales y el tipo de cambio, acumuló una variación de 11,3 por ciento en el 2004 (3,0 por ciento en el 2003). Las principales variaciones en la inflación importada se dieron en combustibles y alimentos como pan, fideos y aceites. La magnitud de las alzas de estas cotizaciones internacionales (35 por ciento en el caso del precio de los combustibles) excedieron largamente el efecto compensatorio de la apreciación del nuevo sol de 5,5 por ciento.

**Cuadro 1**

**INFLACIÓN IMPORTADA E INTERNA**

(Variación porcentual acumulada)

	<b>Ponderación</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
<b>I. IPC IMPORTADO</b>	<b>12,1</b>	<b>10,30</b>	<b>3,03</b>	<b>11,33</b>
Alimentos	5,4	9,98	-0,10	10,90
Combustibles	3,9	15,60	8,94	17,77
Aparatos electrodomésticos	1,0	3,42	-1,91	-2,83
Medicinas	1,4	3,60	1,74	5,22
Compra de vehículos	0,4	2,70	0,29	-3,50
<b>II. IPC INTERNO</b>	<b>87,9</b>	<b>0,30</b>	<b>2,40</b>	<b>2,28</b>
<b>III. IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>1,52</b>	<b>2,48</b>	<b>3,48</b>
Nota:				
Depreciación del sol		2,30	-1,20	-5,50

Fuente: INEI.

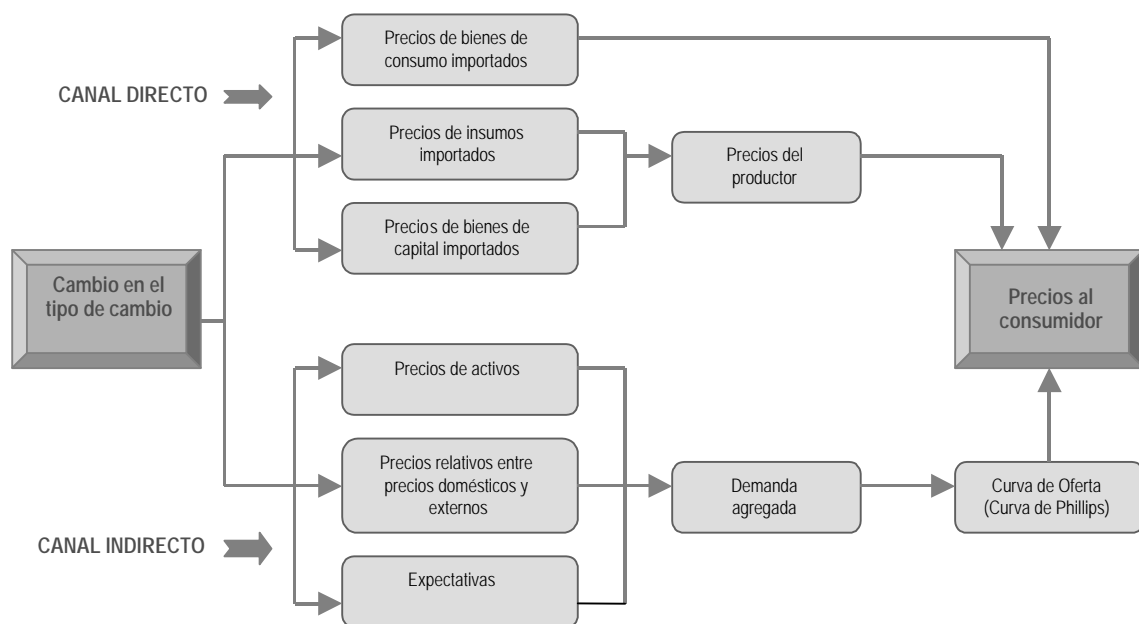
Elaboración: BCRP.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## RECUADRO 2 EFECTOS DE LA APRECIACIÓN NOMINAL SOBRE LA INFLACIÓN

Las variaciones del tipo de cambio pueden constituir un canal directo sobre los precios a través de su impacto sobre la estructura de costos de producción y los márgenes de ganancias de las empresas.

Una variación en el tipo de cambio se traslada directamente hacia el precio de los bienes importados (lo que se conoce como el traspaso o *"pass-through"* de primer nivel). Las variaciones de los precios de los bienes de consumo importados se trasladan directamente hacia los precios finales, según su participación en el Índice de Precios al Consumidor (IPC). Asimismo, los precios de los insumos y bienes de capital importados afectan directamente la estructura de costos de los productores y ellos, a su vez, pueden trasladar los cambios a los consumidores finales (traspaso de segundo nivel) o asumir el costo a través de una reducción de sus márgenes de ganancias.



La magnitud del traspaso puede variar dependiendo del entorno inflacionario, la volatilidad del tipo de cambio, el grado de apertura de la economía, entre otros factores.

La evidencia empírica sobre el grado de traspaso del tipo de cambio hacia los precios al consumidor en nuestro país sugiere que éste es bajo y que depende de la posición en el ciclo en el que se encuentra la economía. Así, en fases recesivas una depreciación de un punto porcentual se traduce en un incremento de 0,15 puntos porcentuales en la inflación. Cuando la economía se encuentra en una etapa expansiva, el efecto de la depreciación sobre la inflación se estima en alrededor de 0,30 puntos porcentuales.

En el caso del año 2004, la apreciación nominal anual del nuevo sol (5,5 por ciento) se concentró a lo largo del segundo semestre, por lo que se estima que su impacto se prolongaría en el año 2005.

- Entre los principales productos que han tenido la mayor contribución a la inflación se encuentran:

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

**Cuadro 2**  
**CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: 2004**  
(Puntos porcentuales)

Rubros	Pond.	Var. %	Contribución positiva	Rubros	Pond.	Var. %	Contribución negativa
Combustibles	3,9	17,8	0,85	Papa	1,5	-21,8	-0,41
Pan	3,7	12,9	0,51	Artículos del cuidado personal	4,5	-3,4	-0,14
Arroz	2,3	18,8	0,41	Periódicos	0,7	-9,2	-0,06
Pasaje urbano	8,0	3,5	0,30	Carne de pollo	4,0	-1,1	-0,04
Azúcar	1,4	23,3	0,29	Alquiler de vivienda	2,3	-1,6	-0,03
Electricidad	2,2	12,0	0,26				
Fideos	1,0	8,4	0,08				
Aceites	0,8	4,1	0,03				
<b>Total</b>			<b>2,62</b>				<b>-0,68</b>

Fuente: INEI.

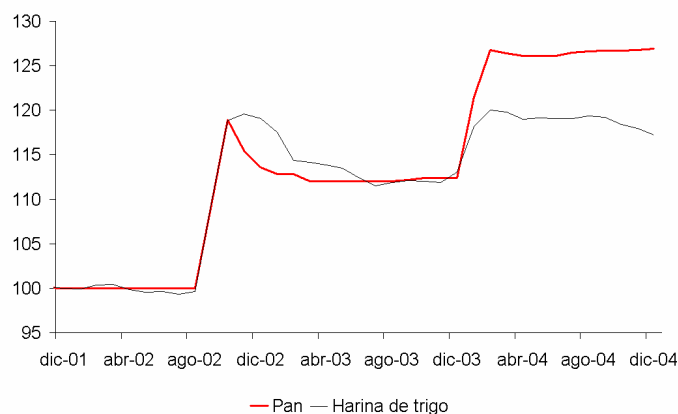
Elaboración: BCRP

**Pan (3,7 por ciento de la canasta):** El incremento en el precio del pan durante el 2004 (12,9 por ciento) se concentró entre los meses de enero y febrero, debido al efecto del aumento de la cotización internacional del trigo de US\$ 116 a US\$ 147 por T.M. entre julio 2003 y enero 2004 sobre el precio interno de la harina de trigo.

La evolución de la cotización del trigo en el mercado internacional se explicó por una menor producción de Estados Unidos de NA y Europa por las condiciones climáticas adversas que afectaron las siembras y rendimientos, así como por un aumento de la demanda proveniente de China. En consecuencia, los inventarios alcanzaron los niveles más bajos de los últimos cinco años. Las mejores perspectivas de producción para la campaña 2004-2005 determinaron una corrección de la cotización, que a diciembre de 2004 se ubicó en US\$ 123 por T.M.

**Gráfico 3**

**PRECIO DEL PAN Y DE HARINA DE TRIGO**  
(Índices diciembre 2001 = 100)



**Arroz (2,3 por ciento de la canasta):** El precio del arroz acumuló una variación de 18,8 por ciento en el 2004 reflejando la menor producción de arroz pilado (16 por ciento) debido a las menores siembras de este cultivo, como consecuencia de la escasez de agua en la costa norte del país, principalmente en Lambayeque y Piura. Las menores siembras en esta región del país fueron

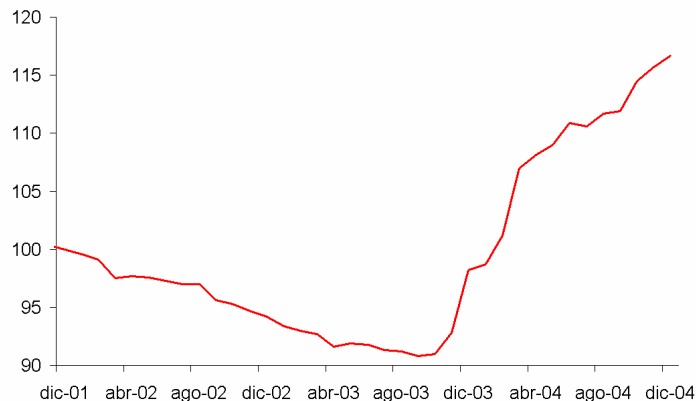


# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

parcialmente compensadas por el incremento del área sembrada en la selva, principalmente en el departamento de San Martín.

**Gráfico 4**

**PRECIO DEL ARROZ**  
(Índice diciembre 2001 = 100)

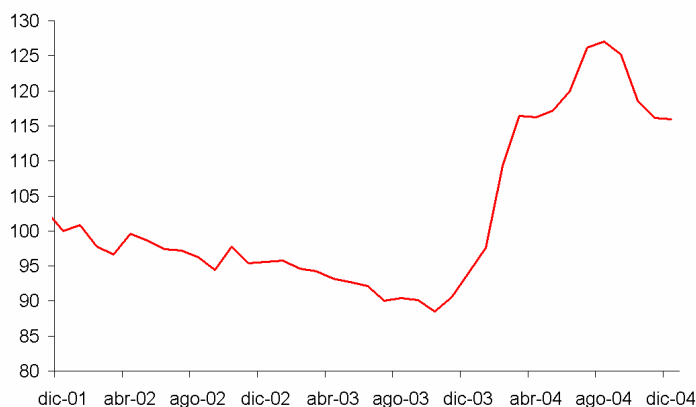


Los elevados precios de arroz, principalmente de la variedad arroz corriente, se han sostenido además, por las restricciones a la importación. Así, desde marzo de 2004, se dispusieron medidas de restricción fitosanitaria a la importación de arroz procedente de Asia (Resolución Jefatural N° 064, N° 141 y N° 194-2004-AG-Senasa). Sin embargo, hacia fines de año empezaron a ingresar importaciones de arroz de las variedades “extra” y “superior” procedentes de Uruguay y Estados Unidos de NA. Cabe precisar que aproximadamente el 80 por ciento de las importaciones de arroz efectuadas durante el 2004 (77 mil T.M.) ingresaron al país en el último trimestre del año, ayudando a atenuar el alza del precio de arroz de estas variedades.

Azúcar (1,4 por ciento de la canasta): El precio del azúcar presentó una tendencia creciente en el período noviembre 2003-agosto 2004, debido a la menor producción por efecto de los problemas climáticos que afectaron los rendimientos, así como por las paralizaciones de las empresas agroindustriales por problemas financieros y de gestión. Por ello, la producción disminuyó 22,3 por ciento en enero-noviembre 2004 con respecto al mismo período de 2003.

**Gráfico 5**

**PRECIO DEL AZÚCAR**  
(Índice diciembre 2001 = 100)

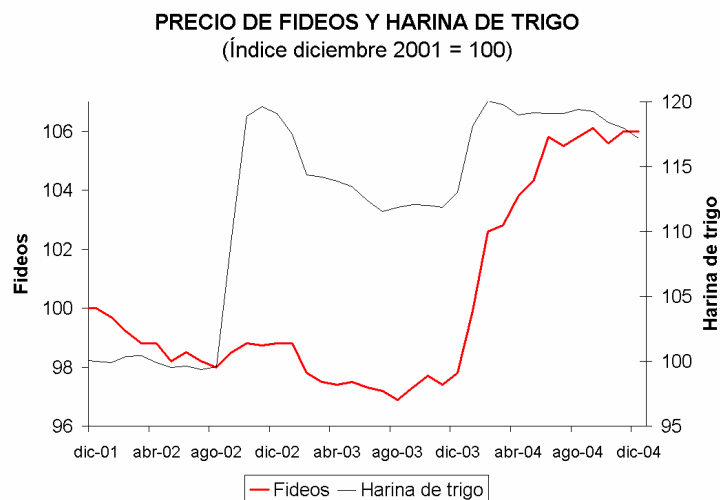


# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Sin embargo, a partir de setiembre, el precio del azúcar empieza a disminuir por una mejora en el abastecimiento debido al ingreso de importaciones procedentes de Bolivia (57 mil T.M.), Colombia (50 mil T.M.), Ecuador (53 mil T.M.) y Brasil (10 mil T.M.). Así, las importaciones pasaron de 12 a 170 mil T.M. entre el 2003 y 2004 llegando a representar el equivalente a 25 por ciento de la producción nacional de azúcar.

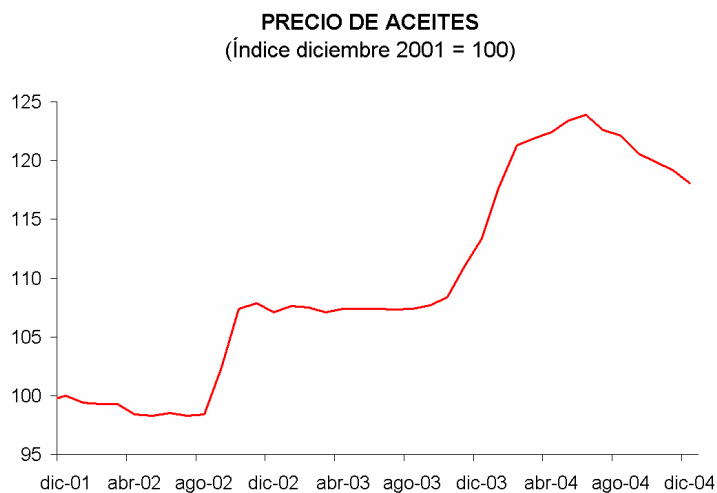
**Fideos (1,0 por ciento de la canasta):** El precio de los fideos muestra una tendencia creciente desde diciembre de 2003 y principalmente hasta junio de 2004. Al igual que en el caso del pan, esta evolución se relaciona con el aumento en la cotización internacional del trigo entre julio de 2003 y enero de 2004 y su impacto sobre el precio de la harina de trigo.

**Gráfico 6**



**Aceites (0,8 por ciento de la canasta):** El aumento del precio de aceite se registró principalmente entre noviembre 2003 y febrero 2004 (12 por ciento), y refleja la evolución de la cotización internacional del aceite de soya, que pasó de US\$ 445 a US\$ 754 por T.M. entre agosto 2003 y marzo 2004, para luego disminuir a US\$ 473 por T.M. en diciembre. La evolución de la cotización de soya en el mercado internacional responde a una mayor demanda de China.

**Gráfico 7**

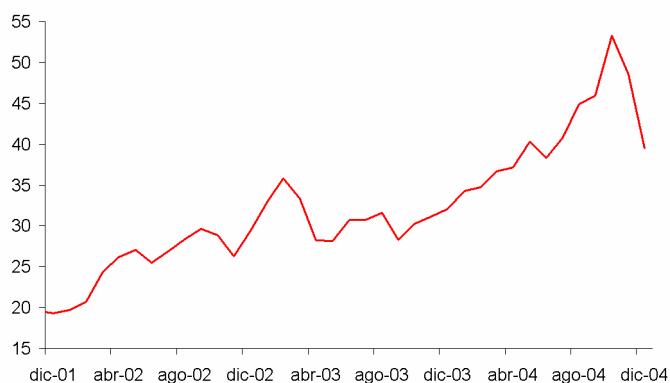


# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

**Combustibles (3,9 por ciento de la canasta):** La cotización internacional del petróleo West Texas Intermediate (WTI) aumentó de US\$ 32,1 a US\$ 53,2 por barril en promedio entre diciembre 2003 y octubre 2004, para luego disminuir a US\$ 43,2 en diciembre. Así durante el 2004, el precio internacional del petróleo acumuló una variación de 35 por ciento. La evolución de la cotización del petróleo obedece a problemas de seguridad en Medio Oriente, a la creciente demanda mundial (en particular China) y a movimientos especulativos.

**Gráfico 8**

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



La evolución de la cotización del petróleo WTI se reflejó en los precios internos de combustibles que aumentaron en promedio 17,8 por ciento en el 2004. Con el fin de evitar mayores aumentos de estos precios en el mercado interno, el gobierno promulgó los Decretos de Urgencia 003-2004 (mayo 2004) y 010-2004 (setiembre 2004), mediante los cuales se establecieron un mecanismo de estabilización de precios de combustibles a través de la reducción del ISC y la creación de un Fondo de Estabilización, respectivamente. El impacto fiscal de estas medidas fue compensado por la mayor recaudación por IGV, aranceles y regalías, originada en los mayores precios de los combustibles.

**Cuadro 3**

**PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES CONSIDERADOS EN EL IPC**  
(Variación porcentual mensual)

	2003		2004										Ene.-Dic.	
	Ene.-Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct	Nov		Dic
<b>Combustibles</b>	<b>8,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>17,8</b>
Gasolina	9,7	0,8	0,8	2,4	1,1	1,6	2,0	-0,2	0,7	0,9	3,3	3,3	-0,2	17,7
Gas	4,2	2,7	2,2	1,2	0,7	0,2	0,7	5,5	0,0	-0,4	1,7	0,9	-1,1	15,3
Kerosene	13,0	2,5	0,9	1,6	1,0	0,9	1,6	0,6	0,9	1,4	2,7	4,2	0,2	20,3

Nota:

Cotización WTI <sup>1/</sup>

- US\$ por barril		34	35	37	37	40	38	41	45	46	53	49	43,2	
- Var%	8,9	6,8	1,5	5,5	1,1	8,5	-4,9	6,3	10,2	2,3	15,9	-8,9	-10,9	34,9

1/ West Texas Intermediate

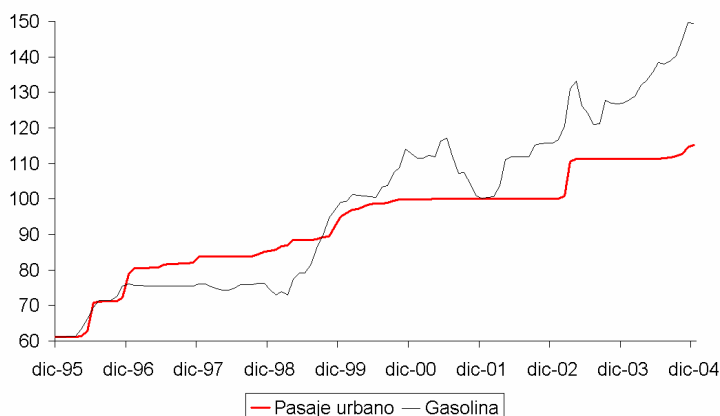
**Pasaje urbano (8,0 por ciento de la canasta):** El pasaje urbano aumentó 3,5 por ciento en el 2004, principalmente entre setiembre y diciembre, en respuesta al incremento en los precios de gasolina (18 por ciento) y diesel 2 (22 por ciento).

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cabe señalar que el pasaje urbano acumula un incremento de 15 por ciento entre diciembre 2002 y diciembre 2004, variación inferior a la de los precios de la gasolina (29 por ciento) y el Diesel 2 (42 por ciento) en el mismo período, lo que implica que parte de las presiones de costo ha sido absorbida por menores márgenes.

**Gráfico 9**

**PRECIO DE LA GASOLINA Y PASAJE URBANO**  
(Índices diciembre 2001 = 100)



Servicios públicos (4,6 por ciento de la canasta): Las tarifas de servicios públicos se incrementaron 6,2 por ciento en el 2004. Las tarifas de electricidad (12 por ciento) aumentaron debido a reajustes por incrementos de los costos de generación y distribución (enero, febrero, abril, setiembre y noviembre). La regulación de tarifas de generación de noviembre implicó un incremento de tarifas dado el exceso de demanda de energía eléctrica para el período 2005 – 2008 estimado por el organismo regulador (Osinerg) con base a la metodología establecida por el Ministerio de Energía y Minas. Las tarifas de agua (3 por ciento) fueron reajustadas por la variación del Índice de Precios al Por Mayor, en tanto que las tarifas telefónicas (-2 por ciento) se redujeron principalmente por la aplicación del factor de productividad a la telefonía fija.

**Cuadro 4**

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

	2003		2004											
	Ene.-Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene.-Dic.
<b>Servicios públicos</b>	<b>-2,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>3,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>6,2</b>
Electricidad	-4,6	0,7	0,1	0,0	0,9	-0,5	0,6	0,5	0,4	1,3	0,1	7,4	0,3	12,0
Teléfonos	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	-2,0	-2,0
Agua	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0

## **Inflación subyacente**

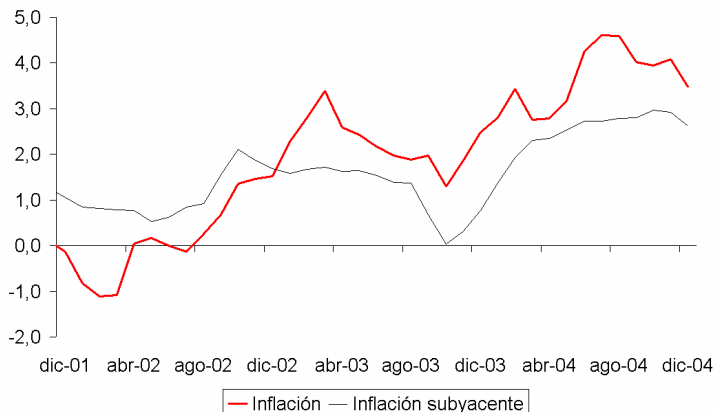
- La **inflación subyacente**, indicador de tendencia inflacionaria que excluye de la canasta del IPC los alimentos que presentan una mayor variabilidad en sus precios, combustibles, servicios públicos y tarifas de transporte, acumuló una variación anual de 2,63 por ciento. La menor tasa de inflación subyacente (2,6 por ciento) respecto a la variación del IPC total (3,5 por ciento) muestra el carácter transitorio de esta última evolución. Por ello, la **inflación no subyacente**, que representa el conjunto de bienes y servicios que enfrentan

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

choques de oferta o cuyos precios se encuentran regulados, acumuló una variación anual de 5,20 por ciento (6,21 por ciento en el 2003).

**Gráfico 10**

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

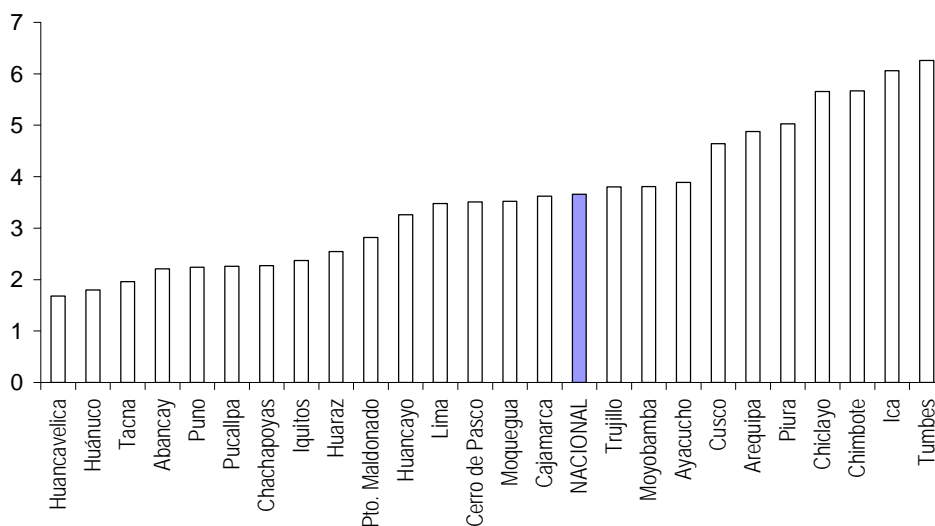


## **Inflación nacional**

5. Desde enero de 2003, el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) inició la elaboración de un índice agregado nacional de precios al consumidor sobre la base de índices de precios correspondientes a 25 ciudades. El incremento de precios acumulado durante el 2004 fue de 3,66 por ciento: En 15 ciudades se observó un incremento menor que el promedio, mientras que las restantes 10 tuvieron una inflación media mayor que el promedio.

**Gráfico 11**

**INFLACIÓN NACIONAL 2004**  
(Variación porcentual acumulada)



# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## RECUADRO 3

### LEY DE DIFUSIÓN DE PRECIOS EN NUEVOS SOLES

El 23 de julio de 2004 se publicó la Ley N° 28300<sup>1</sup> que establece la obligación a los proveedores de productos o servicios que en caso de publicar los precios de dichos bienes o servicios en moneda extranjera, los difundan también en moneda nacional en caracteres y condiciones iguales.

Un fundamento de la competencia en los mercados es la existencia de consumidores bien informados, por lo cual la disponibilidad de información de calidad, cantidad y precios es cada vez más relevante. La importancia de la información como elemento de equilibrio entre las partes de una transacción y como protección al consumidor está consagrada en el ordenamiento jurídico del país.

En este sentido, la norma tiene como objetivo dar una mayor transparencia en las transacciones entre vendedores y compradores, lo que ha contribuido a la adopción de decisiones mejor informadas en la adquisición de bienes y servicios por parte de los consumidores. Dado que la mayoría de consumidores percibe sus ingresos en moneda nacional, la difusión de los precios en nuevos soles permite comparar en forma directa los ingresos con los precios expresados en Nuevos Soles.

---

1/ "Ley que modifica el Artículo 7-A del Texto Único Ordenado del Decreto Legislativo N° 716, Ley de Protección al Consumidor", vigente a partir del 23 de agosto.

## **I.2 Tipo de cambio**

*Durante el año 2004, el nuevo sol se apreció 5,5 por ciento en términos nominales, evolución concentrada en el segundo semestre del año, lo cual atenuó la tendencia al alza de la inflación. Sin embargo, en términos reales, el tipo de cambio multilateral se apreció 1,3 por ciento, principalmente como resultado de la depreciación del dólar con relación a otras monedas.*

*La caída en el tipo de cambio nominal refleja la mejora en nuestras cuentas externas (mejora en los términos de intercambio y mayores volúmenes exportados, registrándose un récord histórico en la balanza comercial y mayores remesas del exterior), el proceso de desdolarización y la debilidad del dólar por los desequilibrios fiscales y externos de Estados Unidos de Norteamérica. Esta disminución del tipo de cambio generó expectativas a la baja del mismo, que reforzaron los movimientos de portafolio hacia la moneda doméstica, acentuando aún más la tendencia apreciatoria del nuevo sol.*

*En este contexto, el Banco Central intervino en el mercado cambiario comprando US\$ 2 340 millones, lo que permitió continuar fortaleciendo la posición de reservas internacionales, la recomposición por monedas del portafolio privado y el suavizamiento de las fluctuaciones del tipo de cambio.*

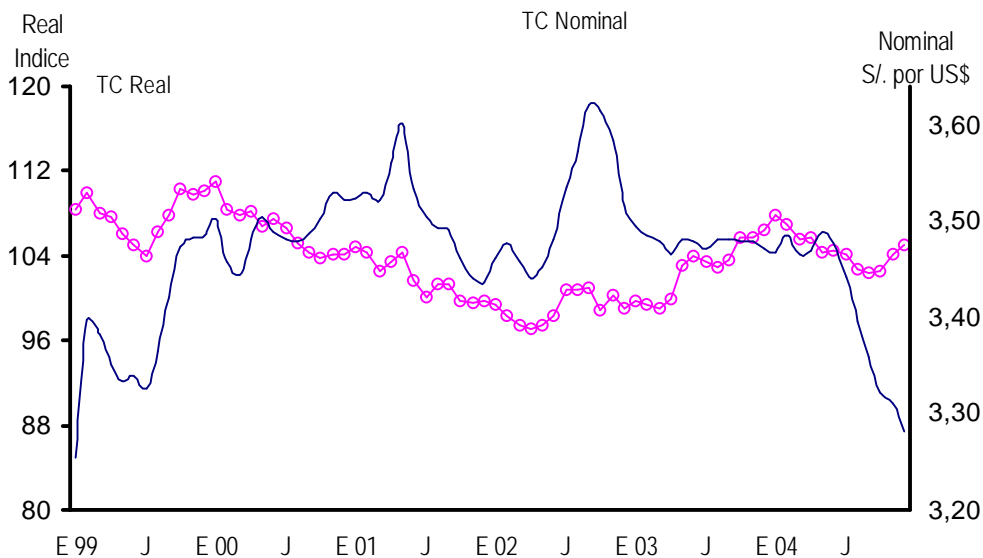
6. Durante el año 2004, el sol se apreció 5,5 por ciento cerrando el año en S/. 3,28 por dólar. El tipo de cambio nominal durante el año presentó un comportamiento diferenciado. En el primer semestre, registró cierta estabilidad

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

oscilando entre S/. 3,45 y S/. 3,51 por dólar; mientras que en el segundo semestre presentó una tendencia más claramente apreciatoria.

**Gráfico 12**

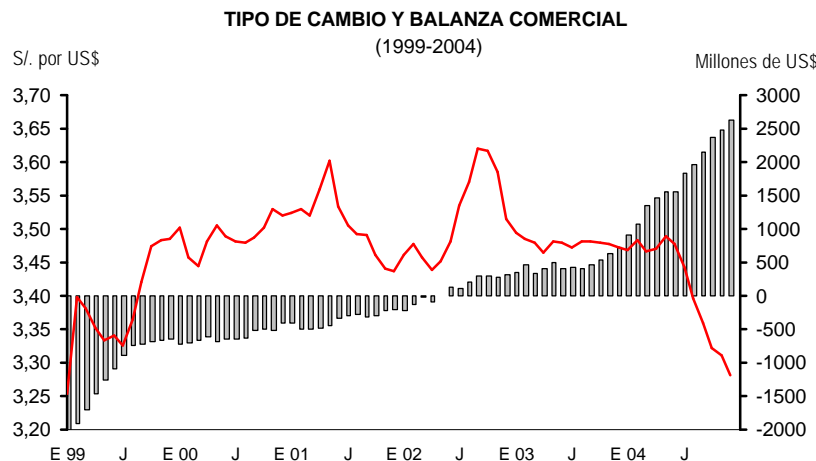
**TIPO DE CAMBIO REAL Y NOMINAL MENSUAL: 1999-2004**



7. En términos reales el tipo de cambio multilateral disminuyó 1,3 por ciento lo que refleja la debilidad del dólar en los mercados internacionales incorporada en la inflación externa.
8. Los factores detrás de la evolución del tipo de cambio fueron:
  - a) **Mejora en la balanza comercial:** A diciembre de 2004, la balanza comercial registró veinte meses de superávit, acumulando en el año 2004 un resultado positivo en US\$ 2 697 millones, equivalente a tres y media veces lo observado el año previo. En este resultado influyó el dinamismo de las exportaciones que alcanzaron la cifra récord de US\$ 12 513 millones anuales. Destaca en la mejora de la balanza comercial el incremento de los términos de intercambio en 8,0 por ciento, el mayor desde 1979. Este último incorpora una mejora en los precios relativos de nuestros principales productos de exportación respecto al precio de los principales productos que importamos lo cual implica un efecto de US\$ 1 500 millones del aumento de la balanza comercial.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## Gráfico 13



El aumento de los **términos de intercambio** se explica por el mayor dinamismo de la economía mundial liderada por el crecimiento económico de los Estados Unidos de Norteamérica y China, así como diversos factores estructurales en el balance de oferta y demanda de los mercados de las materias primas. El incremento de los términos de intercambio refleja principalmente el aumento del precio de las exportaciones (17 por ciento), el que superó al de las importaciones (8 por ciento).

Sustentan los mayores **precios de exportación**, el aumento de los precios del cobre (62 por ciento, por la mayor demanda de China y Estados Unidos de NA y los niveles de inventarios que registran mínimos desde hace 14 años), del oro (13 por ciento, asociado a la significativa apreciación del Euro) y del zinc (26 por ciento por la mayor demanda de China que pasaría a convertirse en importador neto).

Por su parte, el aumento de los **precios de las importaciones** se produjo por los mayores precios promedio del petróleo y derivados (24 por ciento), sostenidos por distintos factores como el conflicto en el Medio Oriente, los bajos niveles de inventarios en Estados Unidos de Norteamérica y la situación política de Venezuela y Nigeria. Asimismo, los mayores precios de alimentos como la soya (15 por ciento), trigo (13 por ciento) y maíz (3 por ciento) estuvieron influenciados en el caso de la soya y el trigo por los malos resultados en las cosechas a inicios de 2004, mientras que en el caso del maíz, el precio reflejó el incremento de la demanda en Estados Unidos de Norteamérica y en Asia, lo que presionó los precios durante los dos primeros trimestres.

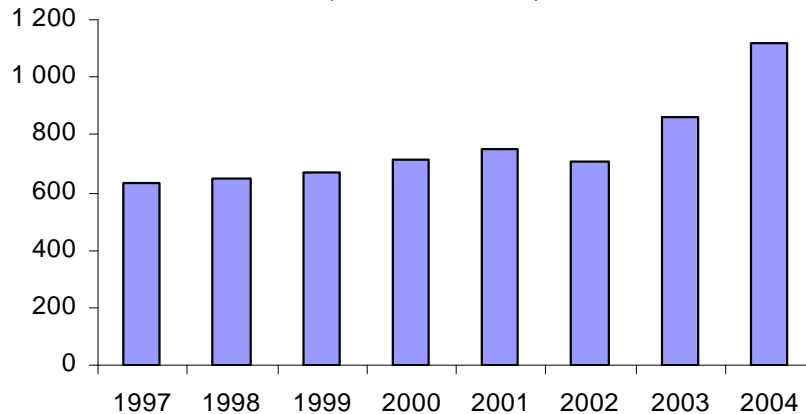
- b) **Las remesas de peruanos en el exterior** fueron de alrededor de US\$ 1 117 millones, es decir, 30 por ciento más de lo observado al año previo.



# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 14

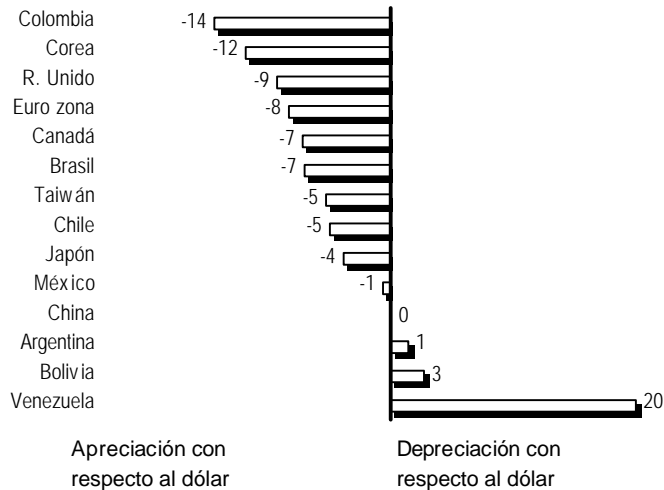
## REMESAS DEL EXTERIOR: 1997-2004 (Millones de US\$)



- c) **Fuerte depreciación del dólar en los mercados internacionales:** En un contexto de fuertes desequilibrios fiscal y externo de Estados Unidos de NA, el dólar se depreció con respecto a la mayoría de monedas fuertes y a las monedas de la región. Respecto a las primeras destaca la depreciación del dólar con relación a la libra esterlina (9 por ciento) y al euro (8 por ciento); mientras que entre las monedas de los países de la región resaltan el peso colombiano (14 por ciento), el real brasileiro (7 por ciento) y el peso chileno (5 por ciento). Es precisamente frente a estas monedas que el nuevo sol registró una depreciación real durante el año 2004.

Gráfico 15

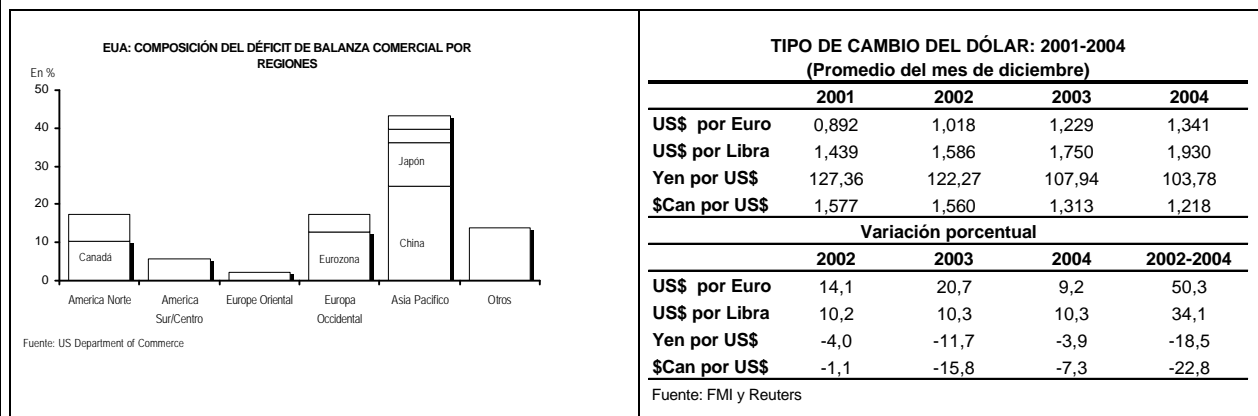
## SOCIOS COMERCIALES TIPO DE CAMBIO (Unidades Monetarias por US\$) (Var. % Dic.04-Dic.03)



# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

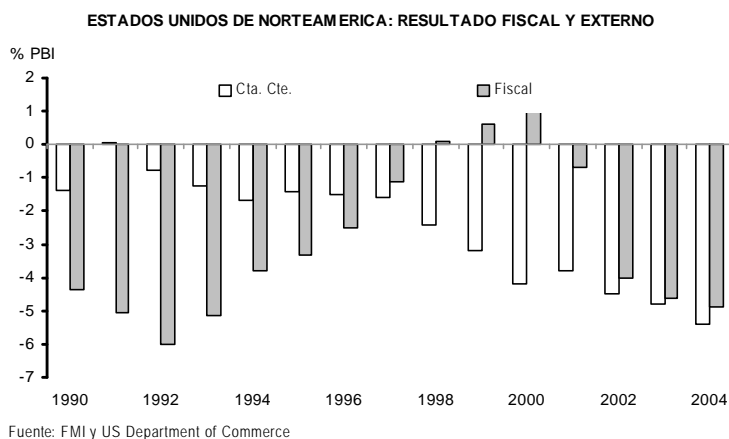
## RECUADRO 4 DEBILITAMIENTO INTERNACIONAL DEL DÓLAR

Entre 1996 y el año 2001, el dólar presentó una tendencia apreciativa a nivel internacional, tendencia que empezó a revertirse a partir del 2002. Este comportamiento ha estado asociado a los importantes desequilibrios de las cuentas externas y fiscales en los Estados Unidos de NA; la forma de financiamiento de estos déficit y la poca flexibilidad de los regímenes cambiarios de las economías asiáticas. Ello ha venido contrarrestando el efecto de las alzas de las tasas de interés que determinan un mayor rendimiento de los activos en dólares y que debería evitar una mayor depreciación.



Durante casi una década (1989-1997) la cuenta corriente de los Estados Unidos de NA registró un déficit por debajo del 2 por ciento del PBI. Desde 1998, este déficit se ha incrementado de manera sostenida desde niveles de alrededor de 2,5 por ciento del PBI hasta valores por encima del 5 por ciento del PBI en el año 2004. Conviene indicar que este déficit está explicado fundamentalmente por los déficit comerciales, cuya mayor participación la tienen los países asiáticos. Los países del Asia Pacífico explican el 43 por ciento del total del déficit comercial, destacando China, Japón y las nuevas economías industrializadas.

Este déficit en cuenta corriente refleja el desbalance entre ahorro e inversión de la economía, en particular del sector público. De ahí que parte del empeoramiento de la cuenta corriente de Estados Unidos de NA se explica por la reversión del resultado del sector público. En el año 2000 el sector público registró un superávit de 1,3 por ciento; mientras que en el 2004, se estima un déficit mayor a 4 por ciento.



El deterioro de la situación fiscal se reflejó en un mayor financiamiento externo a través de la emisión de deuda en los mercados internacionales. Los déficit en cuenta corriente de Estados Unidos de NA que estuvieron financiados por los saldos positivos en la cuenta financiera y de capitales presentaron una recomposición desde flujos de inversión directa extranjera hacia flujos de capitales por emisión de deuda. El influjo de capitales en la forma de inversión en acciones, de fusiones y/o adquisiciones que se presentó en la década de los noventa se transformó en un influjo de capitales a través de la adquisición de títulos de deuda pública (*Treasury Bonds*) por parte de bancos centrales principalmente. En este comportamiento, nuevamente, la participación de los países asiáticos ha sido relevante. La mayor emisión de títulos de deuda en los mercados internacionales ha tenido su correlato en el deterioro de la posición de inversión internacional neta (se estima que pasaría de 16 por ciento del PBI en el 2000 a cerca de 28 por ciento el 2004).

El mantenimiento de los desequilibrios en las cuentas externas y fiscales de la economía norteamericana, que se encuentran en niveles históricamente altos, ha generado una elevada dispersión de expectativas sobre la relación Euro-Dólar. Así, una encuesta entre analistas internacionales del *Consensus Economics* revela valores esperados para enero del año 2006 que van hasta un máximo de US\$ 1,455 por Euro, con un promedio de US\$ 1,328.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## Cuadro 5

### VARIACIÓN NOMINAL Y REAL DEL NUEVO SOL RESPECTO A MONEDAS DE PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES (Tasas respecto a diciembre de 2004)

	Nominal		Real	
	Desde 2002	Desde 2003	Desde 2002	Desde 2003
EUA	-6,6	-5,5	-7,1	-5,7
Euro zona	23,0	3,2	19,9	1,4
Japón	10,0	-1,7	3,7	-4,6
Brasil	24,6	1,8	37,8	5,5
R. Unido	13,6	4,2	13,1	3,4
Chile	14,2	-0,6	12,0	-1,2
China	-6,6	-5,5	-5,1	-4,6
Colombia	9,3	10,5	15,8	12,6
México	-15,0	-4,9	-12,1	-3,2
Argentina	8,1	-6,8	11,8	-4,7
Corea	7,3	7,3	7,9	6,8
Taiwán	0,7	-0,2	-3,3	-1,8
Venezuela	-35,7	-21,2	-8,1	-9,3
Canadá	19,6	1,9	17,9	0,9
Bolivia	-13,1	-8,0	-11,3	-7,4
<b>Canasta *</b>	<b>5,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>6,1</b>	<b>-1,3</b>

\* Peso con respecto al comercio del año 1994.

- d) **Caída del riesgo país:** Las expectativas respecto a la política de alza de tasas de interés por parte de la FED fueron revisadas a la baja en el segundo semestre de 2004. Ello, sumado a la expansión económica de las economías emergentes, la abundante liquidez internacional y los menores rendimientos de títulos de bajo riesgo influyeron de manera significativa en la demanda por títulos financieros de economías emergentes. Por ello, junto con la apreciación de las principales monedas, se observó también una reducción sustancial en los *spreads* que alcanzaron durante el año sucesivos mínimos históricos.

En el caso particular de Perú, la reducción de los *spreads* se vio favorecida además por la revisión al alza de la calificación de riesgo país de agencias calificadoras Standard and Poor's (S&P) y Fitch y eventos favorables como el inicio de las operaciones del gas de Camisea y la sólida posición del sector externo. El 27 de diciembre el *spread* de Perú llegó a un nivel mínimo histórico de 214 pbs.

## Gráfico 16



# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## RECUADRO 5 ENTORNO INTERNACIONAL 2004

En el año 2004, la economía mundial habría crecido en alrededor del 5 por ciento, la mayor tasa en casi tres décadas. La economía mundial respondió a los estímulos fiscal y monetario aplicados en Estados Unidos de NA y el crecimiento de china. El crecimiento de nuestros socios comerciales, por su parte, alcanzaría a 4,6 por ciento.

En el caso de los Estados Unidos de NA, nuestro principal socio comercial, el crecimiento para el año 2004 se ubicaría en 4,4 por ciento debido al mayor dinamismo del consumo del sector privado. Esta evolución se dio a pesar del aumento del precio del petróleo y del inicio del ciclo de alza de tasas de interés de la FED a partir del segundo semestre (período durante el cual la FED elevó su tasa en 25 pbs en cinco oportunidades (pasando de 1 por ciento a inicios de junio a 2,25 por ciento en diciembre). No obstante, el significativo crecimiento económico, se mantuvo la incertidumbre en torno a los desequilibrios externos y fiscales de los Estados Unidos de NA que llevó a una fuerte depreciación del dólar frente a otras monedas fuertes como el euro y el yen, que a su vez afectaron el crecimiento de Europa y Japón, que crecieron 2,4 y 3,9 por ciento, respectivamente.

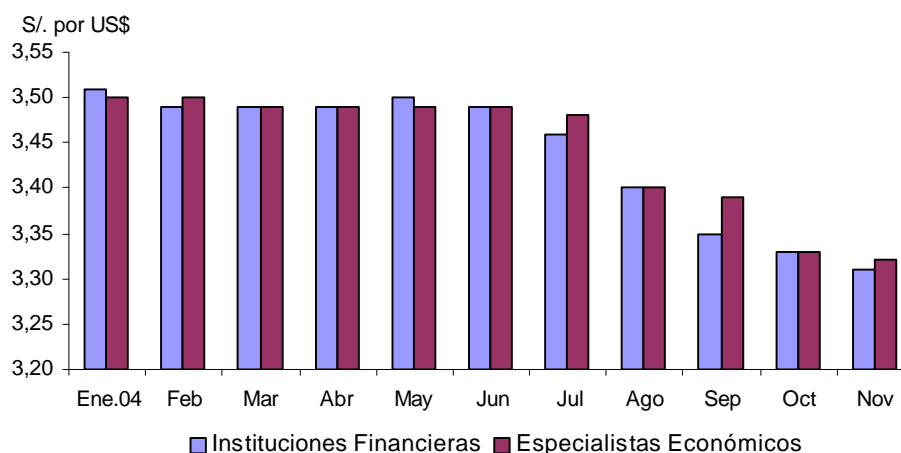
Dentro de las economías en desarrollo, destaca China que durante el año 2004 habría crecido a una tasa de 9,3 por ciento, a pesar de la adopción de algunas medidas para evitar un sobrecalentamiento de su economía. China, que representa alrededor del 13 por ciento del PBI mundial, se constituyó en un demandante importante de materias primas, contribuyendo a los altos precios de los productos básicos de exportación.

Las bajas tasas de interés y los altos precios de los *commodities* tuvieron un impacto positivo sobre las economías latinoamericanas que registraron un incremento en los volúmenes y precios de sus exportaciones (en el caso peruano, los términos de intercambio aumentaron 8 por ciento) y tuvieron condiciones favorables para el financiamiento externo. A estos factores, se sumaron la mejora en la calidad crediticia de las economías emergentes (catorce economías mejoraron su calificación en el 2004) que llevaron a los mercados financieros a incrementar la demanda por títulos de las economías emergentes, lo que permitió altos niveles de emisión de deuda y niveles mínimos de *spreads*.

- e) **Bajas expectativas de depreciación:** Esta evolución internacional favorable contribuyó además a mantener bajas expectativas de depreciación del sol. La tasa de depreciación implícita de los contratos *forwards* pasó de 1,9 a 1,5 por ciento entre fines de julio y diciembre de 2004, mientras que las proyecciones de tipo de cambio de los agentes fueron revisadas permanentemente a la baja.

### Gráfico 17

#### ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DEL BCRP EXPECTATIVAS DEL TIPO DE CAMBIO A DICIEMBRE 2004



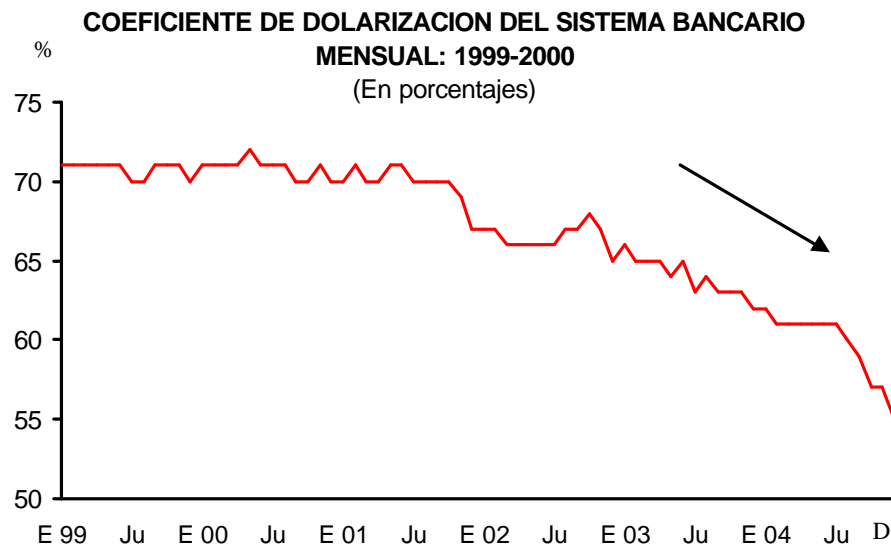
Fuentes: Encuestas mensuales del BCRP

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Asimismo las bajas expectativas de depreciación influyeron en los menores volúmenes de operaciones *forwards* realizados en el 2004 respecto al 2003 y en un significativo aumento de *forwards* compra que pasaron de US\$ 225 a US\$ 523 millones, aunque el saldo de ventas netas *forward* se mantuvo relativamente estable.

- f) **Recomposición de portafolio:** En este contexto, los agentes económicos en general recompusieron su portafolio desde activos en moneda extranjera hacia moneda nacional. Así, el coeficiente de dolarización del sistema bancario observó una caída de 62 a 55 por ciento entre diciembre de 2003 y diciembre de 2004.

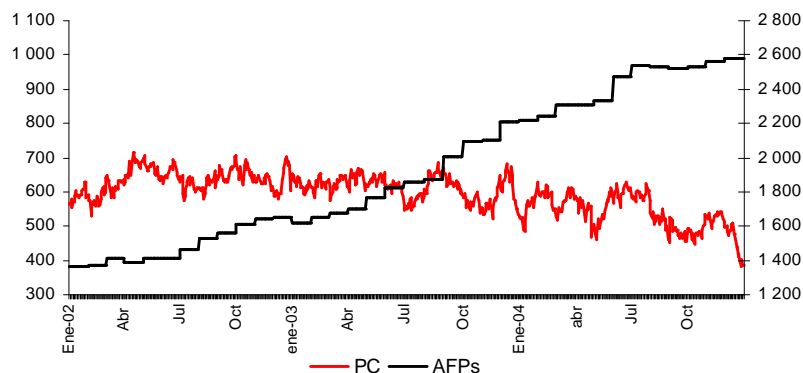
**Gráfico 18**



Por su parte, la posición de cambio de las empresas bancarias<sup>1</sup> bajó de US\$ 536 a US\$ 387 millones, mientras que las AFPs dejaron de elevar su portafolio en dólares durante el segundo semestre.

**Gráfico 19**

**POSICIÓN DE CAMBIO Y CARTERA EN DÓLARES DE LAS AFPs:**  
**2002-2004**  
(Millones de US\$)



<sup>1</sup> Activos menos pasivos en dólares de la banca, incluyendo contratos a futuro de dólares.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

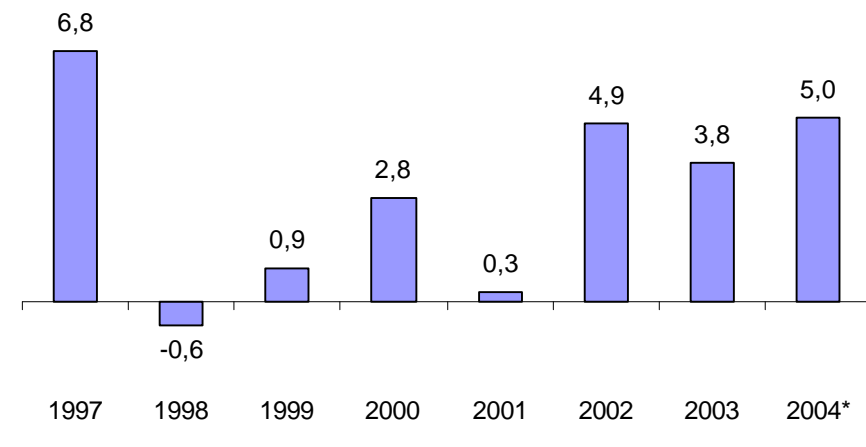
## I.3 Demanda interna y PBI

En el año 2004, la actividad económica habría crecido 5,0 por ciento, manteniendo la tendencia de crecimiento sin presiones inflacionarias de los últimos 3 años. Esta evolución refleja el impulso de las exportaciones en un contexto internacional favorable, así como el aumento de la inversión privada, cuya alta tasa de crecimiento contribuyó a la expansión de la capacidad productiva de la economía.

En términos sectoriales, las actividades no primarias fueron las que impulsaron el crecimiento (5,6 por ciento), destacando la manufactura no primaria (7,2 por ciento), mientras que en los sectores primarios se observaría una menor tasa (2,8 por ciento), por la caída en el sector agropecuario asociada a factores climáticos, que afectaron los precios principalmente de arroz y azúcar.

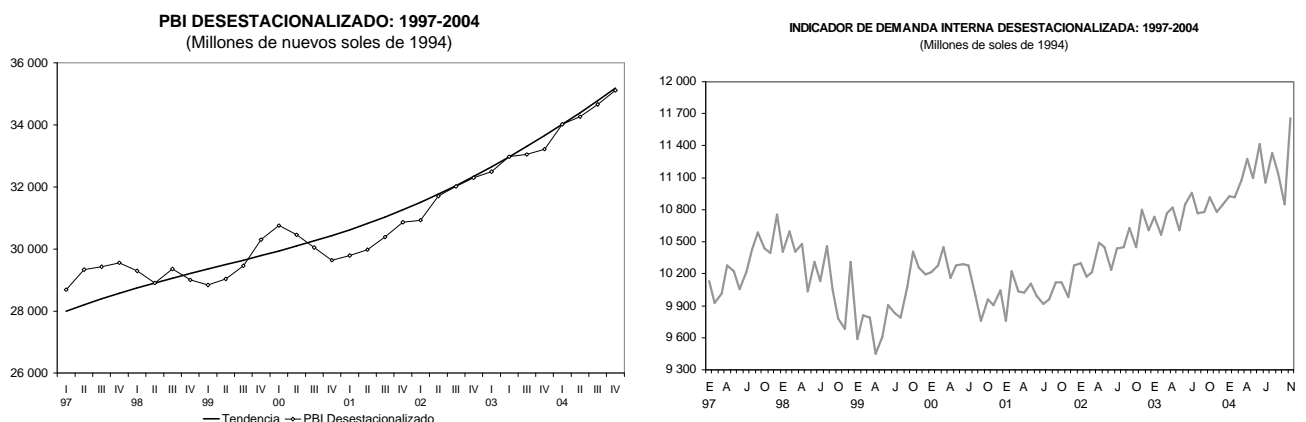
Gráfico 20

TASA DE CRECIMIENTO DEL PBI: 1997-2004



9. En términos desestacionalizados, el PBI muestra un crecimiento sostenido desde inicios del año 2001 y a la par de su tendencia desde el año 2003. Este dinamismo ha sido acompañado por la evolución positiva de la demanda interna y de la manufactura no primaria.

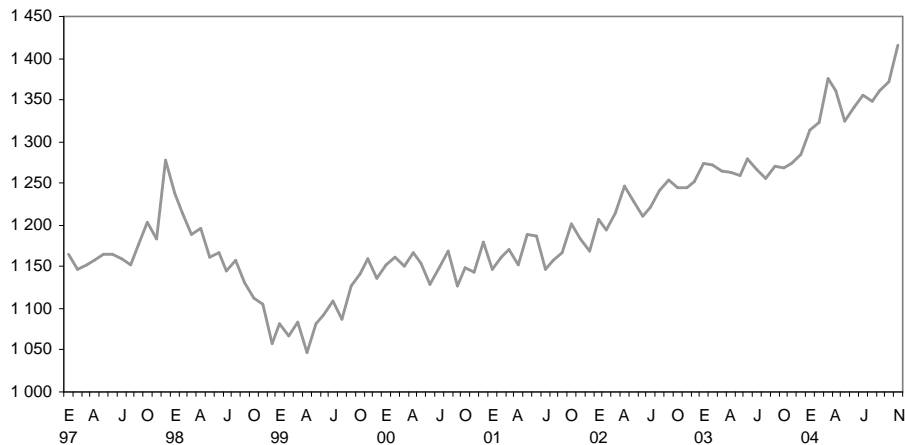
Gráfico 21



# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## Gráfico 22

MANUFACTURA NO PRIMARIA DESESTACIONALIZADA: 1997-2004  
(Millones de nuevos soles de 1994)



10. La recuperación de la demanda interna en los últimos dos años ha venido siendo impulsada además por la **inversión privada**. Después de la contracción registrada por la inversión privada en el período 1998-2001, se ha venido observando una recuperación paulatina que se inició en el 2002 con una tasa de crecimiento de 0,1 por ciento, para continuar durante los años 2003 y 2004 con tasas de expansión de 5,4 por ciento y 9,4 por ciento, respectivamente. La recuperación de la inversión privada se explica por el entorno económico favorable caracterizado por la estabilidad de precios, crecimiento económico sostenido y mayor penetración de nuestros productos en el mercado internacional. Los bajos niveles de las tasas de interés, así como las mejores condiciones crediticias, producto de la mayor competencia en el sector financiero, han favorecido asimismo el crecimiento de la inversión privada.

En el año, el crecimiento de la inversión privada estuvo impulsado por el desarrollo del proyecto Alto Chicama, las inversiones de Minera Yanacocha, la culminación del proyecto Camisea, la modernización de la Refinería de Ilo, y las obras de modernización del Aeropuerto Jorge Chávez. Otros proyectos importantes fueron los realizados por las empresas de telecomunicaciones como TIM, Telefónica y Nextel y del sector manufactura como Corporación Aceros Arequipa y Alicorp. Este mayor dinamismo se reflejó en el aumento de las importaciones de bienes de capital para la industria que durante el año 2004 aumentaron en 16,4 por ciento en un contexto de crecimiento de 7,2 por ciento de la manufactura no primaria. Cabe destacar el incremento en alrededor de 15 por ciento de las importaciones de maquinarias para el sector textil.

Así, la participación de la inversión privada, como porcentaje del PBI, habría alcanzado 15,3 por ciento en el año 2004, cifra superior al 15 por ciento registrado en el año 2003.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

**Cuadro 6**  
**DEMANDA Y OFERTA GLOBAL**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2002	2003	2004*
<b>I. DEMANDA GLOBAL (1 + 2)</b>	<b>4,4</b>	<b>3,7</b>	<b>5,6</b>
1. Demanda Interna	4,0	3,3	3,8
a. Consumo privado	4,4	3,1	3,3
b. Consumo público	0,2	2,9	3,9
c. Inversión privada	0,1	5,4	9,4
d. Inversión pública	-4,8	5,0	3,1
2. Exportaciones	6,8	5,9	15,2
<b>II. OFERTA GLOBAL (3 + 4)</b>	<b>4,4</b>	<b>3,7</b>	<b>5,6</b>
<b>3. Producto Bruto Interno</b>	<b>4,9</b>	<b>3,8</b>	<b>5,0</b>
4. Importaciones	2,1	3,3	9,5

\* Proyección.

Fuente: INEI y BCR.

11. El **consumo privado** continuó su tendencia positiva a lo largo de todo el año 2004. Este crecimiento estuvo asociado al incremento del **ingreso nacional disponible** de 5,7 por ciento, mayor al crecimiento del PBI como consecuencia de los mejores términos de intercambio de comercio exterior y de las mayores transferencias netas de no residentes, que aumentaron 13,1 por ciento.

**Cuadro 7**  
**INGRESO NACIONAL DISPONIBLE**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2002	2003	2004*
I. Producto bruto interno (PBI)	4,9	3,8	5,0
II. Producto nacional bruto (PNB) <sup>1/</sup>	4,3	2,9	3,5
III. Ingreso nacional bruto (IN) <sup>2/</sup>	4,5	3,4	5,6
IV. Ingreso nacional disponible (IND) <sup>3/</sup>	4,4	3,6	5,7

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.

Fuente: INEI y BCRP

Asimismo, incidió en el crecimiento del consumo privado la evolución positiva del **empleo urbano** en el año 2004. De acuerdo al Ministerio de Trabajo, en empresas con 10 y más trabajadores del área urbana, el empleo aumentó 2,6 por ciento en el 2004. El crecimiento del empleo fue mayor en las ciudades del interior del país, experimentando un crecimiento promedio de 3,4 por ciento,

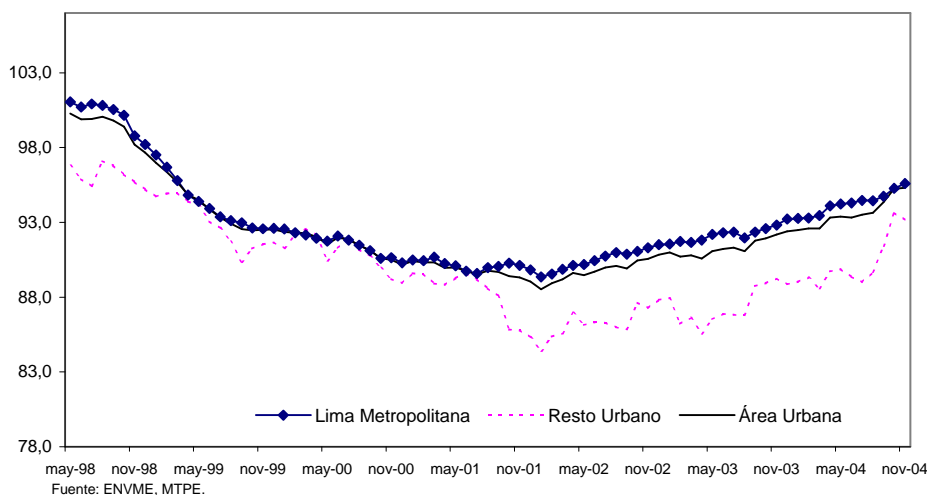


# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

mientras que el empleo en Lima Metropolitana creció en 2,4 por ciento. De este modo, las ciudades en las cuales se registró el mayor crecimiento del empleo fueron: Ica, Piura y Trujillo (asociado a la agroindustria) e Iquitos (asociado a actividades forestales).

**Gráfico 23**

**EMPLEO EN EMPRESAS DE 10 Y MÁS TRABAJADORES**  
(Índices desestacionalizados, octubre 1997 =100)



**Cuadro 8**  
**EMPLEO URBANO EN PRINCIPALES CIUDADES**  
**EMPRESAS CON 10 Y MÁS TRABAJADORES**  
(Variación porcentual anual)

	<b>Noviembre 2004/ Noviembre 2003</b>	<b>Ene.-Nov.2004/ Ene.-Nov.2003</b>
<b>Perú Urbano</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>
Lima Metropolitana	3,0	2,4
Resto Urbano	4,4	3,4
Ica	14,0	8,8
Iquitos	11,5	6,1
Piura	10,9	8,7
Pisco	6,4	1,6
Trujillo	6,0	5,7
Paíta	5,1	8,4
Arequipa	2,9	2,5
Chincha	2,8	4,6
Pucallpa	2,2	0,2
Huancayo	2,1	2,7
Cusco	0,0	0,4
Cajamarca	-0,4	1,4
Chimbote	-0,4	2,9
Chiclayo	-1,8	-1,2
Puno	-2,8	-4,8
Tarapoto	-3,2	-0,9
Tacna	-3,6	-3,4

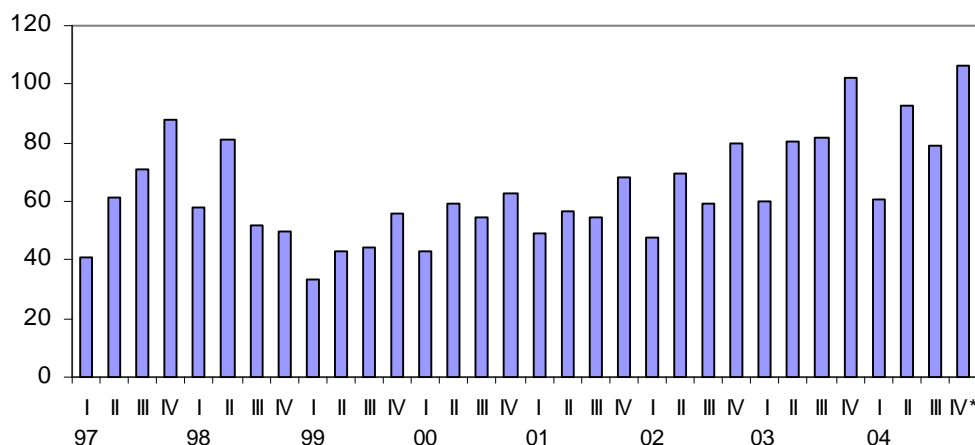
Fuente: MTPE, Informe Estadístico Mensual.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Algunos indicadores del mayor consumo privado son el crecimiento de las ventas de autos, station-wagon y camionetas nuevas, que subieron 20,8 por ciento a noviembre, así como en el aumento de las importaciones de bienes de consumo, que habrían aumentado 4,4 por ciento en el año 2004. De otro lado, los créditos de consumo de las empresas financieras subieron 15,4 por ciento a octubre.

Gráfico 24

## IMPORTACIONES DE ELECTRODOMÉSTICOS (Millones de US\$)



\*Proyección.

12. El **consumo público** habría crecido 3,9 por ciento en el año 2004 por un incremento tanto de las remuneraciones como del gasto de bienes y servicios del gobierno central y de los organismos reguladores y oficinas registrales. La inversión pública habría crecido 3,3 por ciento, principalmente por los mayores gastos del gobierno central en el segundo semestre del año, así como de Sedapal, Enapu y las empresas regionales de electricidad.
13. El favorable entorno internacional contribuyó al crecimiento de las **exportaciones** en el año 2004 en 15,2 por ciento, la mayor tasa de los últimos 10 años. Entre los productos de exportación tradicional destacan los mineros como cobre, plomo y hierro, así como el café y la harina de pescado. Entre los productos no tradicionales, que mostraron una tendencia creciente a lo largo de todo el año, destacan los textiles, químicos, agropecuarios y, siderometalúrgicos y joyería.
14. Las **importaciones** también registraron un importante dinamismo durante el año 2004, con una tasa de crecimiento que habría alcanzado el 9,5 por ciento. Destacan las compras destinadas a la industria, tanto de materias primas (21,3 por ciento) como de bienes de capital (16,4 por ciento). A ello se sumaron las importaciones de equipos de transporte, que subieron 42,2 por ciento.

### **PBI sectorial**

15. En el año 2004 los **sectores no primarios** impulsaron el crecimiento económico, con una tasa de 5,6 por ciento, destacando la manufactura no primaria con un aumento de 7,2 por ciento. En el caso de los **sectores primarios** se observaría una menor tasa (2,8 por ciento) por la caída en el

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

sector agropecuario en el primer semestre asociada a factores climáticos, que se revirtió en el segundo semestre y permitió la reversión parcial de los choques de oferta por el lado agrícola sobre los precios.

**Cuadro 9**  
**PRODUCTO BRUTO INTERNO**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2002	2003	2004*
<b>Agropecuario</b>	<b>6,0</b>	<b>2,3</b>	<b>-1,0</b>
<b>Pesca</b>	<b>5,7</b>	<b>-12,6</b>	<b>28,3</b>
<b>Minería e hidrocarburos</b>	<b>12,5</b>	<b>6,9</b>	<b>5,4</b>
Minería metálica	12,3	7,7	5,2
Hidrocarburos	0,6	-4,5	7,1
<b>Manufactura</b>	<b>4,0</b>	<b>2,1</b>	<b>6,7</b>
Procesadores de recursos primarios	0,0	-1,8	4,6
Manufactura no primaria	5,2	3,2	7,2
<b>Electricidad y agua</b>	<b>5,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>
<b>Construcción</b>	<b>7,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>
<b>Comercio</b>	<b>4,3</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>
<b>Otros servicios</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>	<b>5,8</b>
<b><u>VALOR AGREGADO BRUTO</u></b>	<b><u>5,0</u></b>	<b><u>3,6</u></b>	<b><u>5,0</u></b>
Impuestos a los productos y derechos de importación	3,7	5,3	4,2
<b><u>PBI GLOBAL</u></b>	<b><u>4,9</u></b>	<b><u>3,8</u></b>	<b><u>5,0</u></b>
<b>VAB Primario</b>	<b>7,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>
<b>VAB No Primario</b>	<b>4,4</b>	<b>3,8</b>	<b>5,6</b>

\* Proyección.

Fuente: INEI

16. El **sector agropecuario** enfrentó un panorama climático adverso (deficiencia de lluvias y cambios bruscos de temperaturas), que dejó como resultado una caída de 3,2 por ciento en la producción agrícola en el año 2004.

En la costa norte (desde Tumbes hasta La Libertad) se enfrentó una acentuada escasez de agua. Los reservorios del norte presentaron una deficiencia de 60 por ciento en el nivel de agua almacenada durante los 10 primeros meses del año respecto al 2003, lo que desalentó las siembras y afectó los rendimientos de los cultivos instalados. Se redujo la producción de arroz (14,9 por ciento), caña de azúcar (21,6 por ciento) y maíz amarillo duro (12,3 por ciento), productos concentrados en dicha zona del país (que representaron respectivamente 56, 72 y 32 por ciento de la producción nacional en el 2003).

En la sierra central adicionalmente hubo heladas y veranillos en los primeros meses de 2004, que afectaron la producción de papa, maíz amiláceo, trigo y pastos naturales. La producción de papa disminuyó 4,9 por ciento y la de maíz amiláceo 15,9 por ciento, principalmente durante el período abril-julio, meses en que se recolecta aproximadamente el 68 y 83 por ciento de las cosechas de dichos cultivos, respectivamente.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

La caída de la producción del sector fue atenuada por la mayor producción de arroz en el departamento de San Martín, en sustitución a las zonas de sequía en el norte, creció 59 por ciento, y de café, que aumentó 6,5 por ciento en la región selva. Este último cultivo fue estimulado por el incremento de las cotizaciones internacionales, que en promedio aumentaron 25 por ciento en el año. Otro producto que atenuó la menor actividad agrícola fue algodón, que creció 25,7 por ciento, para abastecer una industria textil en crecimiento.

17. El crecimiento del **sector pesca** para el año 2004 fue de 28,3 por ciento, el que se sustentó en la importante recuperación de la extracción de anchoveta debido a condiciones oceanográficas favorables y una importante incorporación de ejemplares juveniles a la población adulta. También se observó un incremento en los rubros de fresco y congelado, decayendo en cambio la actividad conservera debido a una menor disponibilidad de recursos, en particular de jurel.
18. El **sector minería e hidrocarburos**, en un contexto de cotizaciones internacionales favorables, registró un incremento de 5,4 por ciento, sustentado en la mayor producción de cobre, principalmente en Antamina, el reinicio de operaciones de Tintaya y la expansión de Southern Perú; de oro, por la mayor cantidad de mineral procesado por Yanacocha; y de hierro por la mayor demanda de China. En contraste, la producción de zinc cayó 11,9 por ciento por una menor participación de Antamina. En el 2004 la producción de petróleo crudo aumentó 3,3 por ciento, en tanto que la de gas natural aumentó 64,2 por ciento, por efecto del inicio de operaciones de Camisea.
19. En el año 2004, la **producción manufacturera** habría crecido 6,7 por ciento, destacando el incremento de 7,2 por ciento en la manufactura no primaria, en tanto que la industria procesadora de recursos primarios habría subido 4,6 por ciento.

En el crecimiento de la **manufactura no primaria**, destacó la mayor producción de los rubros textil, cuero y calzado; industria del papel e imprenta; productos químicos, caucho y plásticos y minerales no metálicos. Este resultado obedeció al incremento de las exportaciones no tradicionales (36 por ciento), al desarrollo de algunos proyectos mineros, el dinamismo del sector construcción y el aumento de la demanda interna incentivada por la presentación de nuevos productos.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## RECUADRO 6 EVOLUCIÓN DE LA MANUFACTURA NO PRIMARIA EN EL AÑO 2004

Durante el 2004 la manufactura no primaria habría crecido 7,2 por ciento, la tasa más alta desde 1995 -año en que creció 8,2 por ciento-. El crecimiento observado en la manufactura no primaria que acumula con éste, cinco años de crecimiento continuo, obedece a un conjunto de factores tanto de orden macroeconómico como microeconómico. Adicionalmente a la presencia de estos factores se añade un contexto internacional favorable que significó un aumento de los términos de intercambio de 8,0 por ciento, gracias al aumento de 17 por ciento de los precios de exportación.

Cabe destacar la contribución del estímulo monetario a través de la tasa de interés interbancaria en niveles históricamente bajos. Entre los factores de orden macroeconómico destaca la estabilidad macroeconómica y la aplicación de políticas (monetaria, fiscal y arancelaria y de comercio exterior) coherentes, que han hecho posible un aumento continuo de la producción y el empleo permitiendo a su vez un crecimiento del consumo.

La conducción de la política monetaria –consistente con la meta de inflación- ha permitido mantener las tasas de interés en niveles bajos, reflejándose en la reducción de la tasa de interés preferencial corporativa a 90 días en soles, que pasó de un promedio de 4,1 por ciento durante el 2003 a 3,5 por ciento en el 2004. Asimismo, en un contexto de prudencia de la política fiscal para mantener el gasto público en los límites fijados por ley, fue posible repotenciar el Fondo Mivivienda. Este Fondo ha pasado de conceder 6 842 préstamos hipotecarios en el 2003 a 7 958 en el 2004, habiendo significado un crecimiento de 20 por ciento en el monto otorgado, de S/.470 millones en el 2003 a S/. 565 millones en el 2004, con el consiguiente efecto en el dinamismo del sector construcción.

Las políticas de comercio exterior a través de la firma y/o negociación de nuevos acuerdos comerciales han permitido el acceso de nuestros productos a nuevos mercados o en condiciones más competitivas. Así, destaca la firma del acuerdo del ATPDEA con Estados Unidos que incorporó a los textiles dentro de las preferencias arancelarias y que permitió duplicar las exportaciones no tradicionales a dicho país lideradas por las exportaciones textiles. Asimismo, los acuerdos comerciales regionales (CAN, Chile y recientemente MERCOSUR) vienen favoreciendo una expansión de las exportaciones a estos mercados; destaca en particular los casos de Bolivia y Colombia, con tasas del orden del 30 por ciento en el 2004.

Un factor que ha favorecido la mejora de la competitividad de la actividad manufacturera ha sido la rebaja de aranceles de diciembre de 2003 y febrero de 2004, principalmente a bienes de capital e insumos no producidos. Las importaciones de insumos y bienes de capital beneficiados con la rebaja arancelaria han tenido un crecimiento entre 20 y 40 por ciento.

### Partidas beneficiadas por las rebajas arancelarias

Nivel arancelario	Partidas	Última rebaja	Incremento en las importaciones		
			2002	2003	2004
0	115	feb-04	41,5%	8,4%	40,4%
4	2 603	dic-03	6,0%	6,0%	23,2%
7	122	mar-02	-1,3%	1,4%	21,1%

La aplicación de salvaguardias a productos textiles importados desde China, desde diciembre de 2003, redujo significativamente las importaciones desde este país de US\$ 38 millones en el 2003 a US\$ 1 millón en el 2004.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Las favorables condiciones macroeconómicas antes descritas- en un contexto de mejores términos de intercambio que significó un aumento de 5,6 por ciento del ingreso nacional permitiendo un dinamismo del consumo- no hubieran producido los resultados actuales de no haber sido por la presencia de factores microeconómicos inherentes a los empresarios como la permanente adaptación a las nuevas condiciones del mercado.

Por un lado, un consumidor más exigente, demandando productos de mayor calidad a menor precio, y por otro, un mercado más abierto, más competitivo con cambios importantes en la propiedad de las empresas, que liberan capitales de un sector- en el que ingresan capitales extranjeros (Ambev, Grupo Bavaria, Alto Chicama, Camisea, Lima Airport Partners, entre otros) para invertir en otros sectores (Grupo Brescia en la pesca) y un menor costo del financiamiento, hicieron posible una expansión de la capacidad productiva interna que ha podido responder a los aumentos de la demanda.

Como se aprecia en el cuadro adjunto, entre enero y noviembre la producción manufacturera no primaria aumentó 6,8 por ciento, correspondiéndole 3,5 puntos porcentuales de este crecimiento al impulso proveniente de una mayor demanda interna- que al término del año habría crecido 3,8 por ciento- y 3,3 puntos porcentuales al efecto de las mayores exportaciones, particularmente la no tradicionales que en el período enero-noviembre crecieron 35 por ciento, es decir, un aumento de US\$ 818 millones respecto a igual período del año anterior .

**MANUFACTURA NO PRIMARIA: CONTRIBUCIÓN PORCENTUAL AL CRECIMIENTO  
POR MERCADO DE DESTINO Y POR GRUPOS INDUSTRIALES  
PERÍODO ENERO - NOVIEMBRE 2004 1/**  
(en puntos porcentuales)

	Crecimiento por mercado interno	Crecimiento por mercado externo	Contribución al crecimiento total
Alimentos, bebidas y tabaco	0,2	0,3	0,5
Textil, cuero y calzado	0,9	1,1	2,0
Madera y muebles	0,7	0,2	0,9
Industria del papel e imprenta	0,8	0,2	1,0
Productos químicos, caucho y plásticos	-0,1	0,9	0,8
Minerales no metálicos	1,0	0,2	1,1
Industria del hierro y acero	0,1	0,1	0,2
Productos metálicos, maquinaria y equipo	0,0	0,2	0,2
Manufacturas diversas	-0,1	0,2	0,1
<b>Total manufactura no primaria</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>6,8</b>

1/ No incluye efectos indirectos.

Analizando el crecimiento por rama industrial, se observa el impacto que han tenido las mayores exportaciones textiles en el marco del acuerdo ATPDEA con los Estados Unidos de NA en el crecimiento industrial del año 2004, identificándose como el mayor efecto (1,1 puntos porcentuales) en la tasa global de 6,8 por ciento. Las exportaciones textiles crecieron US\$ 247 millones en el período enero-noviembre. Asimismo, las exportaciones químicas, que aumentaron en US\$ 147 millones tuvieron un rol importante en el crecimiento del sector explicando la totalidad del crecimiento. En este rubro se encuentran los productos de tocador y de limpieza.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

En el caso de la **industria procesadora de recursos primarios**, la mayor producción reflejaría la mayor disponibilidad de recursos, principalmente para la elaboración de harina y aceite de pescado.

El **sector construcción** habría alcanzado una tasa de crecimiento de 4,8 por ciento en el año 2004, como consecuencia de la dinamización del mercado hipotecario por efecto del programa Mivivienda, -los créditos hipotecarios del sistema financiero aumentaron 12,5 por ciento en noviembre respecto a similar mes del año anterior- así como por la ejecución de diversos proyectos de inversión, principalmente Camisea y Alto Chicama.

## I.4 Cuentas externas

*El año 2004 se caracterizó por un contexto internacional muy favorable. El mayor crecimiento mundial, en particular por parte de China, influyó en el incremento de 8 por ciento en nuestros términos de intercambio, registrándose en el 2004 récords históricos de la balanza comercial y de las exportaciones. Esto último se reflejó en el crecimiento de la demanda externa de nuestra economía, la cual fue el componente más dinámico del crecimiento del PBI durante el 2004.*

*Los elevados niveles de superávit comercial, junto con las mayores remesas del exterior, se reflejaron en una mejora de la balanza en cuenta corriente de la balanza de pagos, alcanzando un déficit casi nulo (el más bajo de los últimos 25 años).*

20. El desarrollo favorable de los términos de intercambio fue decisivo en el resultado positivo de la balanza de pagos y en particular en la obtención de niveles récord en el superávit de la balanza comercial durante el 2004, superando las proyecciones presentadas en el último Reporte de Inflación.

**Cuadro 10**  
**BALANZA DE PAGOS**  
(Millones de US\$)

	2003	2004				Año*
		I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.*	
<b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>	<b>- 1 061</b>	<b>- 129</b>	<b>- 223</b>	<b>167</b>	<b>171</b>	<b>- 13</b>
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>- 1,8</i>	<i>- 0,8</i>	<i>- 1,3</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>- 0,0</i>
1. Balanza comercial	731	605	405	827	860	2 697
a. Exportaciones	8 986	2 736	2 823	3 368	3 586	12 513
b. Importaciones	- 8 255	- 2 131	- 2 418	- 2 542	- 2 726	- 9 816
2. Servicios	- 931	- 246	- 251	- 226	- 229	- 952
3. Renta de factores	- 2 082	- 812	- 724	- 802	- 878	- 3 216
4. Transferencias corrientes	1 221	324	346	368	419	1 458
<b>II. CUENTA FINANCIERA</b>	<b>1 476</b>	<b>335</b>	<b>664</b>	<b>122</b>	<b>1 174</b>	<b>2 296</b>
1. Sector privado 1/	791	370	391	257	252	1 271
2. Sector público	685	- 34	272	- 135	922	1 025
<b>III. FINANCIAMIENTO EXCEPCIONAL</b>	<b>64</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>22</b>	<b>26</b>
<b>IV. FLUJO DE RESERVAS NETAS DEL BCRP (1-2)</b>	<b>- 479</b>	<b>- 209</b>	<b>- 441</b>	<b>- 291</b>	<b>- 1 368</b>	<b>- 2 309</b>
(Incremento con signo negativo)						
1. Variación del saldo de RIN	- 596	- 217	- 444	- 332	- 1 444	- 2 437
2. Efecto valuación y monetización de oro	- 118	- 8	- 3	- 41	- 77	- 128

\*/ Proyección.

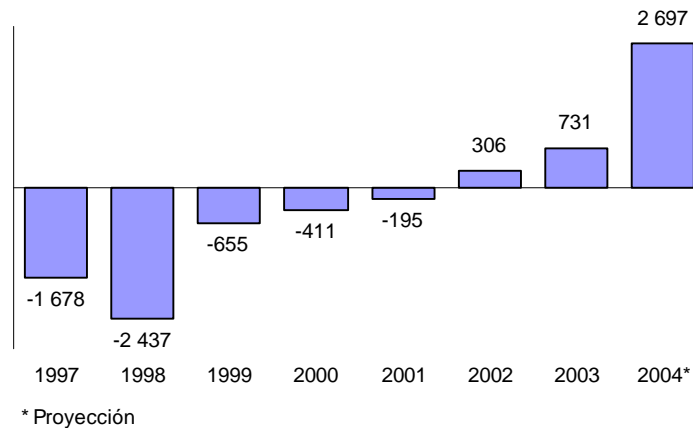
1/ Incluye capitales de corto plazo y errores y omisiones netos.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

21. En el 2004 la **balanza comercial** registraría un superávit por tercer año consecutivo, ascendente en el último año a US\$ 2 697 millones, nivel mayor en US\$ 1 966 millones al del año previo, lo que constituye un récord histórico. Este resultado se explica por el crecimiento de 39 por ciento de las exportaciones, mayor al 19 por ciento de las importaciones. Cabe señalar que este nivel es mayor en US\$ 648 millones a la proyección realizada en el Reporte de Inflación de Agosto.

Gráfico 25

## BALANZA COMERCIAL: 1997-2004 (Millones de US\$)



22. En el año 2004, las **exportaciones** alcanzarían también un nivel sin precedente de US\$ 12 513 millones, valor mayor en US\$ 3 527 millones al de 2003. Cabe destacar que este desarrollo se explica no sólo por el aumento de los precios internacionales (17 por ciento) sino también de los volúmenes exportados (19 por ciento). Las exportaciones tradicionales registrarían un crecimiento de 41 por ciento en tanto que las no tradicionales lo harían en 36 por ciento. Cabe señalar que el nivel de exportaciones sería mayor en US\$ 1 003 millones al nivel proyectado en el Reporte de Inflación de Agosto.
23. La evolución de las exportaciones tradicionales estaría liderada por las mayores exportaciones de cobre, tanto por los mayores precios (62 por ciento) cuanto por el incremento de volúmenes (20 por ciento), así como por las mayores exportaciones de oro favorecidas por el aumento de precios (13 por ciento). Asimismo, la recuperación de la biomasa marina permitió la producción de mayores volúmenes de harina de pescado (28 por ciento). Respecto a las no tradicionales, el 2004 se caracterizó por el significativo dinamismo de las exportaciones textiles que alcanzarían un crecimiento de 33 por ciento en el marco del acuerdo del ATPDEA. Sin embargo, se debe mencionar que todos los sectores registraron tasas de crecimiento mayores al 20 por ciento, destacando los sectores agropecuario (28 por ciento), químico (55 por ciento) y siderometalúrgico y joyería (49 por ciento). Cabe indicar que el mayor dinamismo alcanzado en el año por el sector químico se relaciona con las ventas de nafta de Camisea.
24. Las **importaciones** registrarían un crecimiento de 19 por ciento, alcanzando los US\$ 9 816 millones, destacando el aumento de los insumos (23 por ciento) por las mayores compras de combustibles cuyos precios aumentaron en promedio 24 por ciento y de insumos para la industria. Por su parte, los bienes de capital aumentarían en 19 por ciento, en particular de los equipos de



# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

transporte y de los bienes de capital para la industria, asociados a adquisiciones de los sectores minero, telecomunicaciones y de servicios de informática.

25. La **cuenta corriente de la balanza de pagos** sería casi nula en el 2004, al registrar un déficit de sólo US\$ 13 millones, equivalente a 0,0 por ciento del PBI, menor en US\$ 1 048 millones al del año previo. Este resultado responde principalmente a la mejora de la balanza comercial, coadyuvada por el incremento de 30 por ciento en las remesas de peruanos en el exterior (que alcanzaron un nivel de US\$ 1 117 millones), lo cual permitió contrarrestar el mayor nivel de utilidades generadas por empresas extranjeras, en gran medida por los mayores precios internacionales de los productos básicos.
26. La **cuenta de capitales** registraría un flujo de US\$ 2 296 millones durante el 2004, superior al nivel del año previo en US\$ 820 millones. Este aumento se explica por el mayor flujo de capitales, tanto privado cuanto público. Los **capitales privados** alcanzarían US\$ 1 271 millones, mayor en US\$ 480 millones al del año previo. Este aumento se explica por un mayor registro de inversión directa, asociado a las utilidades generadas y retenidas por las empresas extranjeras que permiten financiar sus propios proyectos nuevos, como Alto Chicama, y a una menor inversión del sector financiero, como las AFPs, en activos del exterior. Los **capitales públicos** por su parte, registran un flujo de US\$ 1 025 millones, mayor al del año anterior básicamente explicado por la colocación de eurobonos por US\$ 796 millones en el mes de octubre, a una tasa en dólares de 8,54 por ciento, y como parte del prefinanciamiento del año 2005, efectuado en el contexto de la continua caída del riesgo soberano a lo largo del año.
27. Con ello, la ganancia de reservas internacionales netas del año 2004 asciende a US\$ 2 309 millones, alcanzando un saldo neto de US\$ 12 631 millones, equivalente a 2,7 veces los vencimientos de la deuda externa a un año y a 15 meses de importaciones de bienes.

## I.5 Finanzas públicas

*El déficit fiscal en el año 2004 se redujo a 1,1 por ciento del PBI, monto menor en 0,7 puntos porcentuales del producto respecto al déficit del año 2003 (1,8 por ciento del PBI) y el nivel más bajo de los últimos 6 años.*

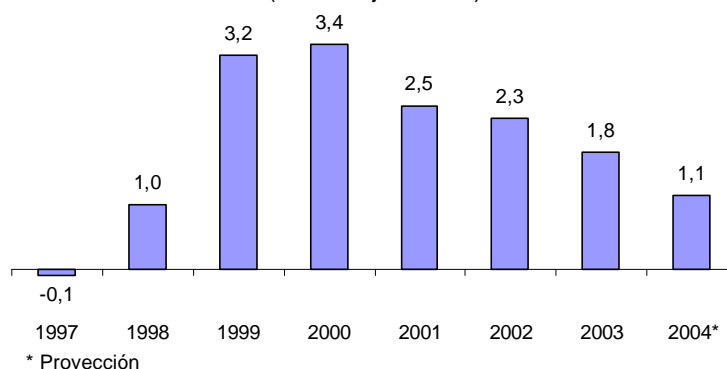
28. El **déficit fiscal** en el año 2004 se redujo a 1,1 por ciento del PBI, monto menor en 0,7 puntos porcentuales del producto respecto al déficit del año 2003 (1,8 por ciento del PBI). El **resultado primario** fue equivalente a 1,0 por ciento del PBI, mayor en 0,6 puntos porcentuales que el año anterior y se explica por un incremento real de los ingresos corrientes (8,2 por ciento), superior al de los gastos no financieros (4,8 por ciento). Estos últimos tuvieron un comportamiento más dinámico durante el segundo semestre del año, revirtiendo en gran medida los problemas de la menor ejecución del primer semestre. Asimismo, en este año el servicio de intereses fue menor en 0,1 por ciento del PBI como consecuencia de la apreciación cambiaria.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

**Gráfico 26**

**DÉFICIT FISCAL: 1997-2004**

(Porcentaje del PBI)



29. El mejor resultado primario es consecuencia básicamente de dos factores macroeconómicos que han influido en una mayor recaudación: Por un lado, el crecimiento económico habría tenido un efecto favorable en la recaudación debido a las mayores ventas de las empresas y las mayores utilidades; y por otro lado, los mayores términos de intercambio, por las altas cotizaciones de materias primas, generaron mayores ingresos por impuesto a la renta. La política de ahorrar ingresos temporales, contribuye a la sostenibilidad de largo plazo de las finanzas públicas, lo que reduce el riesgo país y favorece mejores condiciones de financiamiento al fisco y al resto de la economía.

30. El mayor **resultado primario del sector público** obedeció principalmente a la mejora de las operaciones del gobierno central, en particular al mayor dinamismo de los ingresos corrientes. Asimismo, se observó una mejora en las cuentas de los organismos reguladores y en las operaciones de las empresas públicas, especialmente en las cuentas de Petroperú y Regionales de Electricidad.

**Cuadro 11**

**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**

(Millones de nuevos soles)

	2002	2003	2004 *				AÑO
			I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	
<b>1. Ingresos corrientes</b>	<b>28 559</b>	<b>31 551</b>	<b>8 205</b>	<b>9 190</b>	<b>8 814</b>	<b>9 169</b>	<b>35 377</b>
(% del PBI)	14,4	15,0	15,1	14,8	15,4	15,5	15,2
Var. % real	5,3	8,0	6,8	12,3	7,3	6,2	8,2
<b>2. Gastos no financieros</b>	<b>-29 241</b>	<b>-31 460</b>	<b>-6 784</b>	<b>-7 896</b>	<b>-9 102</b>	<b>-10 400</b>	<b>-34 182</b>
(% del PBI)	-14,7	-14,9	-12,5	-12,7	-15,9	-17,5	-14,7
Var. % real	2,1	5,2	-2,7	0,2	10,7	8,9	4,8
Corriente	-25 285	-27 375	-6 306	-7 115	-7 851	-8 598	-29 870
(% del PBI)	-12,7	-13,0	-11,6	-11,5	-13,8	-14,5	-12,8
Var. % real	3,6	5,9	1,2	2,9	7,5	8,4	5,3
Capital	-3 956	-4 084	-478	-781	-1 251	-1 802	-4 312
(% del PBI)	-2,0	-1,9	-0,9	-1,3	-2,2	-3,0	-1,9
Var. % real	-6,7	1,0	-35,3	-19,0	36,1	11,6	1,8
<b>3. Otros</b>	<b>437</b>	<b>814</b>	<b>469</b>	<b>475</b>	<b>321</b>	<b>-58</b>	<b>1 207</b>
(% del PBI)	0,2	0,4	0,9	0,8	0,6	-0,1	0,5
<b>4. Resultado Primario</b>	<b>-245</b>	<b>905</b>	<b>1 890</b>	<b>1 769</b>	<b>33</b>	<b>-1 289</b>	<b>2 403</b>
(% del PBI)	-0,1	0,4	3,5	2,8	0,1	-2,2	1,0
<b>5. Intereses</b>	<b>-4 281</b>	<b>-4 633</b>	<b>-1 415</b>	<b>-1 136</b>	<b>-1 217</b>	<b>-1 160</b>	<b>-4 927</b>
(% del PBI)	-2,2	-2,2	-2,6	-1,8	-2,1	-2,0	-2,1
De los cuales:							
Bonos de reconocimiento	144	-235	-204	-86	-19	-17	-326
Externos (Millones de US\$)	-\$999	-\$1 082	-\$311	-\$251	-\$305	-\$292	-\$1 158
<b>6. Resultado económico</b>	<b>-4 526</b>	<b>-3 728</b>	<b>475</b>	<b>633</b>	<b>-1 184</b>	<b>-2 448</b>	<b>-2 524</b>
(% del PBI)	-2,3	-1,8	0,9	1,0	-2,1	-4,1	-1,1
Millones de US\$	-\$1 279	-\$1 072	\$137	\$182	-\$348	-\$741	-\$771

Proyección

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

31. Los **ingresos corrientes del gobierno central** ascendieron a 15,2 por ciento del PBI, mayor en 0,2 puntos porcentuales del producto respecto al año 2003. Esta mejora obedeció al mayor incremento de la recaudación por impuesto a la renta en S/. 1 055 millones e Impuesto General a las Ventas (IGV) en S/. 2 095 millones. En el caso del impuesto a la renta, ello obedece a los mayores coeficientes de pago a cuenta, la mayor actividad económica y la mejora en los precios de los minerales. En lo referente al IGV, la mayor recaudación respondió al incremento de la tasa de 16 a 17 por ciento en el segundo semestre de 2003, las medidas de ampliación de base tributaria y la mayor actividad económica.

Adicionalmente, este crecimiento refleja la aplicación del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) creado en marzo de 2004, que recaudó S/. 650 millones. Ello fue contrarrestado, en parte, por una menor recaudación por aranceles e ISC a los combustibles producto de la reducción de tasas.

32. El **gasto no financiero del gobierno central** se expandió en 4,8 por ciento en términos reales, debido a los aumentos otorgados a los sectores educación, defensa e interior, creciendo el rubro remuneraciones en 4,8 por ciento en términos reales respecto al año 2003. Los bienes y servicios aumentaron en 8,1 por ciento en términos reales, producto principalmente de las mayores asignaciones a los ministerios de la Defensa e Interior y al pago de deudas a Petroperú por concepto de combustibles. Asimismo, se incrementaron las compras del Programa de Asistencia Alimentaria. Por su parte, el gasto de capital del gobierno central creció en 1,8 por ciento en términos reales en relación al año anterior, fundamentalmente por una mayor formación bruta de capital (5,4 por ciento real), vinculada a la mayor ejecución de los gobiernos regionales y los administrados por Foncodes.

33. Los mayores vencimientos de amortización de deuda externa e interna fueron atenuados con la reducción del déficit fiscal (US\$ 301 millones), determinando que los requerimientos financieros del sector público ascendieran a US\$ 2 839 millones. Cabe indicar que esta demanda de recursos se cubrió con financiamiento externo por US\$ 2 471 millones, los que incluyen US\$ 1 176 millones de desembolsos y US\$ 1 295 millones de bonos soberanos (monto que incluye US\$ 796 millones de prefinanciamiento para el 2005). Asimismo, se emitieron bonos internos en moneda nacional por el equivalente a US\$ 766 millones y se percibieron recursos por privatización por US\$ 114 millones.

**Cuadro 12**  
FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

	2002	2003	2004 *				AÑO*
			I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	
<b>1. Resultado Económico (millones de soles)</b>	<b>-4 526</b>	<b>-3 728</b>	<b>475</b>	<b>633</b>	<b>-1 184</b>	<b>-2 448</b>	<b>-2 524</b>
(% del PBI)	-2,3	-1,8	0,9	1,0	-2,1	-4,1	-1,1
Millones de US\$	-\$1 279	-\$1 072	\$137	\$182	-\$348	-\$741	-\$771
<b>2. Amortización (millones de US\$)</b>	<b>-\$1 084</b>	<b>-\$1 743</b>	<b>-\$420</b>	<b>-\$578</b>	<b>-\$438</b>	<b>-\$633</b>	<b>-\$2 069</b>
Redención de bonos de reconocimiento	-\$55	-\$172	-\$51	-\$77	-\$38	-\$49	-\$215
Internos	-\$138	-\$385	-\$72	-\$179	-\$91	-\$162	-\$505
Externos	-\$891	-\$1 187	-\$297	-\$321	-\$309	-\$421	-\$1 349
<b>3. Requerimiento financiero (millones de US\$)</b>	<b>\$2 364</b>	<b>\$2 815</b>	<b>\$284</b>	<b>\$396</b>	<b>\$786</b>	<b>\$1 374</b>	<b>\$2 839</b>
Desembolsos externos	\$1 961	\$2 101	\$260	\$645	\$244	\$1 323	\$2 471
Libre disponibilidad	\$1 609	\$1 765	\$201	\$579	\$181	\$1 196	\$2 157
Proyectos de inversión	\$352	\$336	\$59	\$66	\$63	\$127	\$315
Bonos internos	\$213	\$508	\$173	\$97	\$172	\$324	\$766
Privatización	\$421	\$52	\$70	\$5	\$4	\$36	\$114
Otros	-\$231	\$154	-\$219	-\$351	\$366	-\$309	-\$512

\* Proyección

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

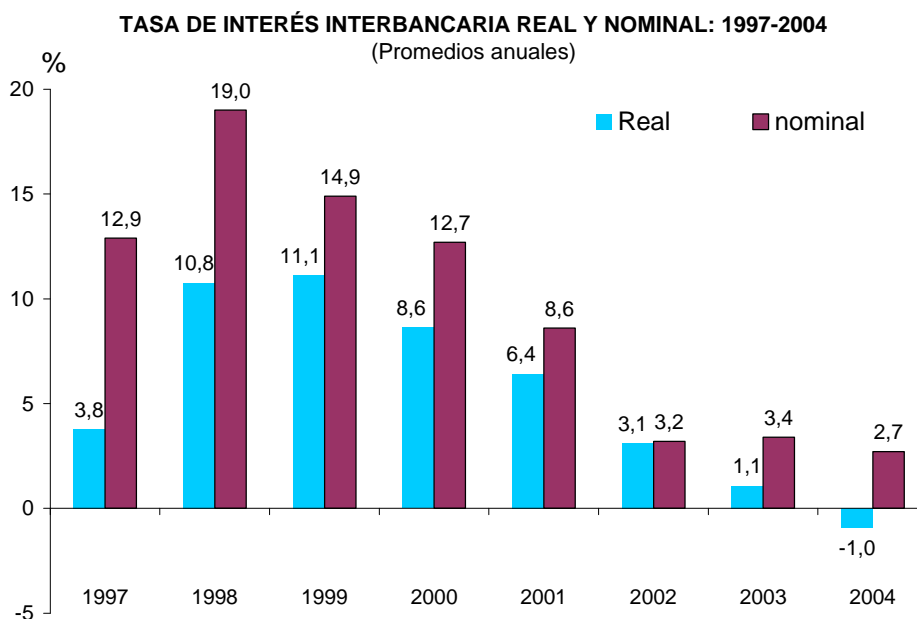
## I.6 Tasas de interés y agregados monetarios

*Durante el año 2004, la economía fue afectada por sucesivos choques de oferta inflacionarios. Dado el carácter transitorio de estos choques, el Banco Central consideró apropiado no modificar la posición monetaria. Sin embargo, ante la magnitud y persistencia de la desviación de la tasa de inflación respecto a la meta, el BCRP elevó su tasa de interés de referencia en dos oportunidades para evitar la propagación de estos aumentos en el resto de componentes de la canasta del consumidor. Esta decisión además era compatible con la necesidad de ir reduciendo paulatinamente el estímulo monetario.*

### **Tasa de interés interbancaria**

34. El Banco Central de Reserva establece su posición monetaria mediante una tasa de interés de referencia para el mercado interbancario. De manera consistente con su meta de inflación, la posición de la política monetaria en los últimos 3 años ha sido de estímulo monetario, favoreciendo a la vez la recuperación de la actividad económica del periodo recesivo entre 1998 y 2001. El estímulo monetario se reflejó en niveles históricamente bajos de la tasa de interés real interbancaria.

**Gráfico 27**

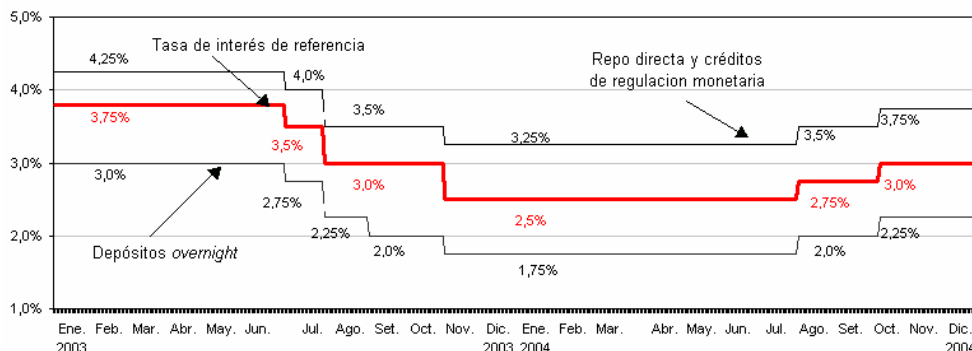


35. Hasta julio de 2004, el Banco Central de Reserva mantuvo constante su tasa de interés de referencia en 2,5 por ciento. La tasa de inflación acumulada en los últimos 12 meses se había ubicado desde junio por encima del límite superior del rango para la meta de inflación (3,5 por ciento), pero dado el carácter transitorio de la fuente de esa desviación (choques de oferta inflacionarios asociados a alimentos y combustibles), el BCRP consideró apropiado no modificar la posición monetaria, tal como fue comunicado en los Reportes de Inflación de Enero y Mayo.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

**Gráfico 28**

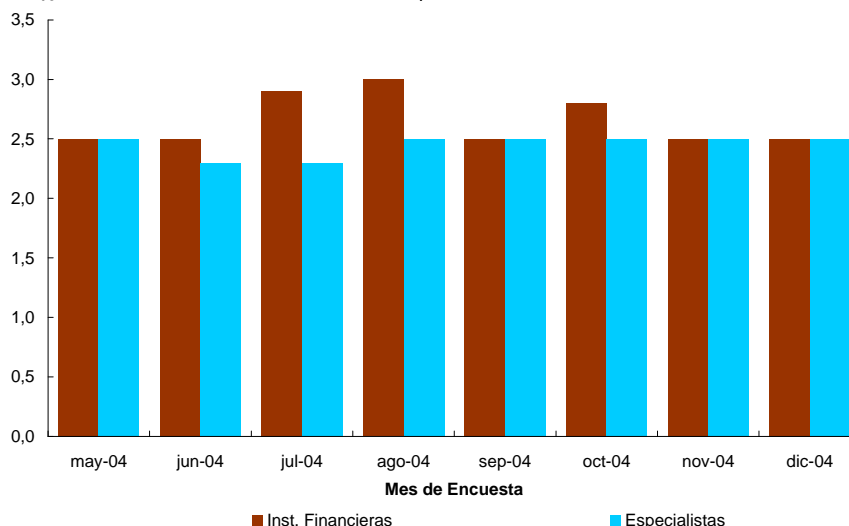
**TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA**  
(Enero 2003 - Diciembre 2004)



36. Ante la sucesión de choques de oferta y la aceleración de la tasa de inflación acumulada en los últimos 12 meses, que alcanzó 4,6 por ciento en julio, el BCRP elevó en dos oportunidades la tasa de interés de referencia (agosto y octubre), pasando ésta de 2,5 por ciento en julio a 3,0 por ciento en octubre, buscándose evitar el trasvase de los aumentos de precios de productos afectados por el choque de oferta a la inflación subyacente. Esta decisión además era compatible con la necesidad de ir reduciendo paulatinamente el estímulo monetario.

**Gráfico 29**

**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2005**  
Encuesta Mensual de Expectativas Macroeconómicas

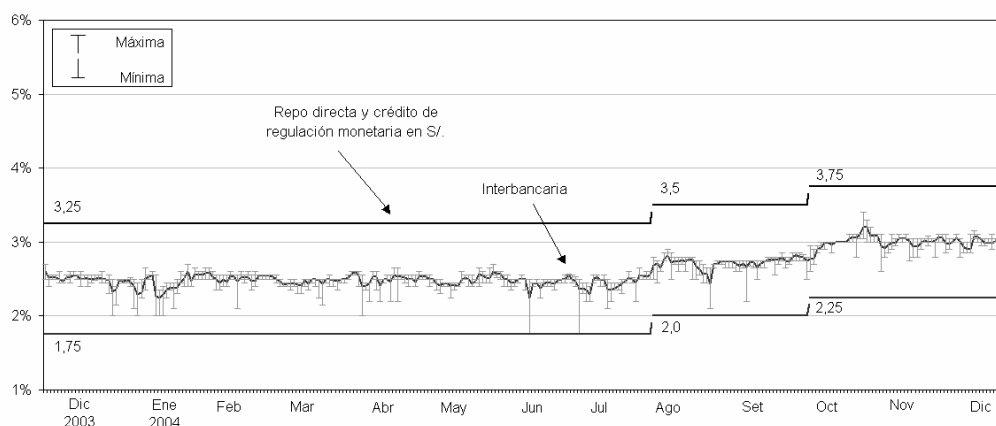


37. Desde noviembre, las expectativas de inflación del público se han vuelto a alinear a la meta de 2,5 por ciento y en diciembre la tasa de inflación acumulada en los últimos 12 meses se ubicó en el límite superior de la meta. De esta manera, el BCRP ha favorecido la gradual convergencia de la inflación hacia su meta, a medida que el efecto inflacionario de los choques de oferta se revierte.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

**Gráfico 30**

**Tasas de interés en moneda doméstica  
(Diciembre 2003 - Diciembre 2004)**



38. Las modificaciones en la posición de la política monetaria tuvieron como resultado que la tasa de interés interbancaria se elevara de un nivel alrededor de 2,5 por ciento a lo largo del año hasta julio, a 2,67 por ciento en agosto (cuando la tasa de interés de referencia se incrementó a 2,75 por ciento), y a 2,93 por ciento en octubre (cuando se elevó la tasa de interés de referencia a 3,0 por ciento). Desde entonces, la tasa de interés interbancaria ha fluctuado alrededor del actual nivel de referencia de 3,0 por ciento.

**Cuadro 13**

**TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA MENSUAL EN MONEDA DOMÉSTICA: 2003-2004**

	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Oct.	Nov.	Dic.
<b>2003</b>												
- 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 (pp)	0,13	0,10	0,06	0,05	0,07	0,05	0,09	0,25	0,06	0,08	0,11	0,05
- Coeficiente de 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
<b>2004</b>												
- Promedio (%)	2,41	2,52	2,48	2,49	2,48	2,46	2,44	2,67	2,73	2,93	3,02	3,00
- Desviación estándar (pp)	0,10	0,04	0,04	0,06	0,05	0,07	0,08	0,10	0,04	0,12	0,07	0,04
- Coeficiente de variabilidad (%)	4,2	1,7	1,5	2,6	1,9	2,7	3,1	3,8	1,4	4,2	2,3	1,4

Fuente: BCRP

**Curva de rendimiento**

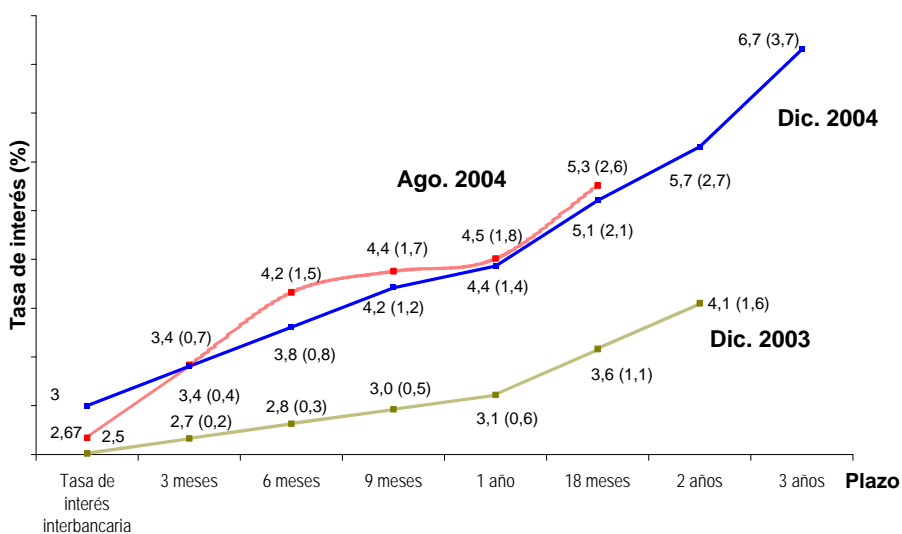
39. La estructura de las tasas de interés por plazos (curva de rendimiento) de los CDBCRP y de los Bonos Soberanos del Tesoro Público (BTP) revirtió parcialmente en los últimos meses de 2004 la tendencia al alza que registró en la primera parte del año. Esta tendencia inicial al alza estuvo relacionada con el incremento del riesgo país, tanto en Perú como en el resto de países de la

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

región, así como con la expectativa de los agentes económicos de que la Reserva Federal de Estados Unidos de NA elevaría sus tasas de interés.

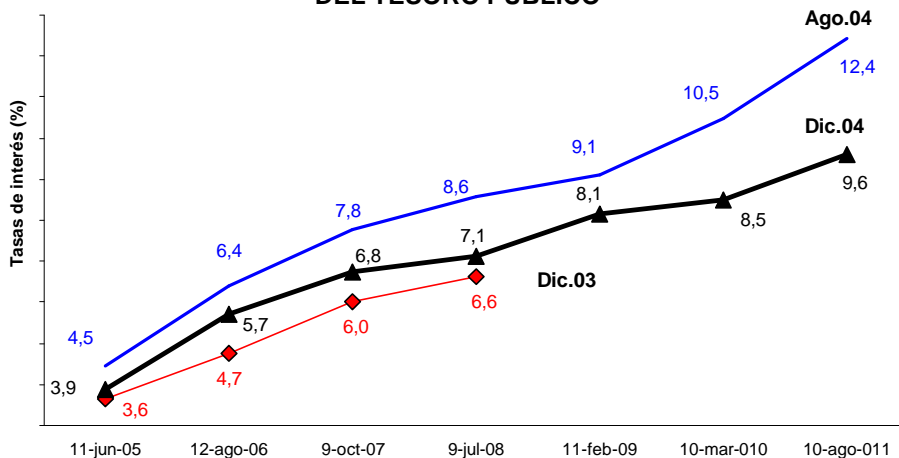
40. La reducción entre agosto y diciembre de las tasas de interés de los CDBCRP y los BTP se dio en un contexto en el que el riesgo país revirtió el alza que había registrado hasta ese momento, la Reserva Federal aumentó sus tasas de interés a una velocidad menor a la inicialmente esperada, y las expectativas de inflación del público se realinearon con la meta de inflación, luego de las dos alzas de la tasa de interés de referencia que realizó el BCRP. De esta manera, las tasas de interés para plazos mayores también han disminuido, lo que se refleja en el menor empinamiento de las curvas de rendimientos de CDBCRP y bonos soberanos de diciembre de 2004 respecto a la de agosto del mismo año.

**Gráfico 31**  
**TASAS DE INTERÉS DE LAS COLOCACIONES DE CDBCRP**  
1/



1/ Los números entre paréntesis indican la diferencia con respecto a la tasa de interés interbancaria.

**Gráfico 32**  
**CURVA DE RENDIMIENTO DE LOS BONOS SOBERANOS DEL TESORO PÚBLICO**



# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

41. En el caso de los CDBCRP, el hecho que en los últimos meses se observaran menores tasas de interés en las colocaciones favoreció la ampliación del plazo promedio al que se colocaron dichos títulos. De esta manera, la participación del saldo de CDBCRP cuyos plazos de colocación fueron iguales o mayores a un año dentro del saldo total de CDBCRP, se incrementó de 65 por ciento en agosto a 69 por ciento en diciembre.

**Cuadro 14**  
**SALDO DE CDBCRP, POR PLAZOS**  
(Millones de soles)

	2003		2004							
	Dic.	Mar.	Jun.	Ago.		Set.		Dic.		
				Monto	%	Monto	%	Monto	%	
Hasta 18 semanas	32	305	130	395	6.5	245	3.6	155	1.9	
De 4 a 6 meses	790	955	615	425	7.0	405	6.0	495	6.0	
De 7 a 10 meses	180	523	393	1,290	21.1	1,605	23.8	1,870	22.7	
1 año y 18 meses	2,280	3,031	2,816	2,756	45.2	3,116	46.3	3,985	48.3	
2 y 3 años	815	1,185	1,235	1,235	20.2	1,360	20.2	1,750	21.2	
<b>Total</b>	<b>4,097</b>	<b>5,998</b>	<b>5,188</b>	<b>6,100</b>	<b>100.0</b>	<b>6,730</b>	<b>100.0</b>	<b>8,255</b>	<b>100.0</b>	
Memo:										
Saldo de Bonos del Tesoro	2660	3040	2855	3054		3250		3751		
Tasa de interés de colocaciones de CDBCRP	3.0%	3.1%	2.8%	3.8%		4.4%		4.1%		

Fuente: BCRP

El saldo de CDBCRP aumentó de S/. 6 100 millones en agosto a S/. 8 255 millones en diciembre. Estas colocaciones de títulos buscaron esterilizar el excedente de liquidez en el mercado monetario, generados principalmente por las intervenciones cambiarias del BCRP.

Aún cuando las tasas de interés de los distintos plazos de CDBCRP colocados entre setiembre y diciembre de 2004 disminuyeron respecto a agosto, la concentración de las colocaciones de estos títulos en plazos largos influyó en el aumento de la tasa de interés promedio de las colocaciones de CDBCRP. Así, esta tasa de interés promedio se elevó de 3,8 por ciento en agosto a 4,1 por ciento en diciembre.

42. A lo largo del año 2004, el Tesoro Público fue extendiendo gradualmente el plazo de sus colocaciones de BTP, combinando títulos en soles nominales (de hasta 7 años) con títulos indexados a la inflación (hasta 20 años). Entre setiembre y diciembre el gobierno colocó BTP por un total de S/. 1 188 millones bajo el esquema de creadores de mercado. Este monto incluye una operación de canje de bonos efectuada en diciembre, en la cual se amortizaron anticipadamente bonos con vencimiento en enero de 2005 (S/. 444 millones), colocándose en su lugar bonos con vencimiento en agosto de 2011 (S/. 366 millones) y bonos con vencimiento en julio de 2019 (S/. 31 millones). De esta manera, el saldo de bonos soberanos en moneda doméstica fue, al cerrar el año, S/. 3 751 millones, que supera el monto de diciembre de 2003 (S/. 2 660 millones) en S/. 1 091 millones (41 por ciento).



# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

**Cuadro 15**  
**TASAS DE INTERÉS POR PLAZO DE LOS BONOS SOBERANOS EN EL**  
**MERCADO SECUNDARIO**  
 (En porcentajes)

	Ene.05	Jun.05	Ago.05	Oct.07	Jul.08
<b>2004</b>					
Enero	3,18	3,50	4,56	5,69	6,45
Febrero	3,39	3,67	4,88	5,55	6,43
Marzo	3,27	3,52	4,68	5,53	6,27
Abril	3,32	3,67	4,74	5,74	6,41
Mayo	3,74	4,36	5,82	7,71	8,00
Junio	3,92	4,39	6,11	8,23	9,07
Julio	3,85	4,57	6,47	8,43	9,20
Agosto	3,76	4,46	6,39	7,79	8,56
Setiembre	3,35	4,05	5,80	6,75	7,60
Octubre	3,34	3,89	5,51	6,50	7,23
Noviembre	3,47	4,11	5,52	6,59	7,17
Diciembre	2,30	3,88	5,70	6,76	7,11

## **Tasas de interés**

43. La tasa de interés activa promedio en soles de las empresas bancarias mantuvo la tendencia decreciente registrada en los años previos, pasando de 19,0 por ciento en diciembre de 2003 a 18,2 por ciento en diciembre de 2004. Sin embargo, durante el primer trimestre del año se registró un alza transitoria que coincidió con el empinamiento de la curva de rendimientos de instrumentos en soles que se observó en dicho período.

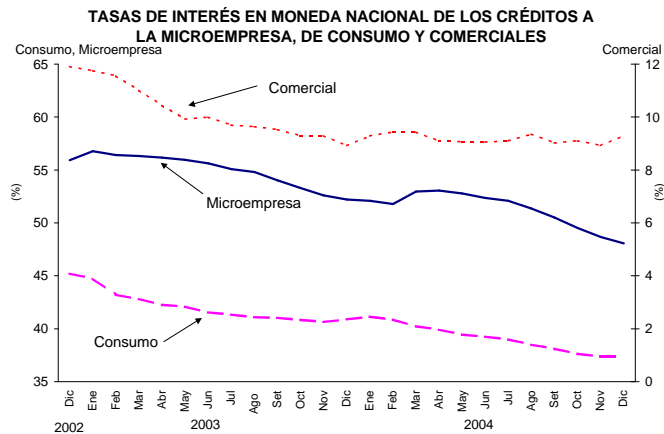
**Cuadro 16**  
**TASAS DE INTERÉS DE LAS OPERACIONES EN MONEDA NACIONAL**  
 (En porcentajes)

	2002				2003				2004			
	mar	jun	set	dic	mar	jun	set	dic	mar	jun	set	dic
1. Interbancaria	2,5	2,6	5,4	3,8	3,8	3,7	2,8	2,5	2,5	2,5	2,7	3,0
2. Depósitos de ahorro	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,5	1,3	1,3	1,4	1,3	1,2	1,3
3. Activa preferencial	3,9	3,7	6,8	5,1	4,7	4,6	3,5	3,3	3,3	3,5	3,5	3,8
4. Activa promedio hasta 360 días	15,5	14,1	14,0	14,8	14,3	14,0	14,3	14,0	14,8	14,7	14,3	14,7
5. Activa promedio, estructura constante	25,0	23,6	22,5	22,3	21,1	20,1	19,6	19,0	19,3	18,7	18,3	18,2

Fuente: BCRP

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

**Gráfico 33**



Las tasas de interés en moneda nacional de los créditos de consumo y a la microempresa registraron un comportamiento similar en 2004. Así, la tasa de interés promedio de los créditos de consumo en moneda local pasó de 40,9 por ciento en diciembre de 2003 a 37,4 por ciento en diciembre de 2004. En el mismo período, la tasa de interés promedio de los créditos a la microempresa disminuyó de 52,2 por ciento a 48,1 por ciento. En el caso de los créditos comerciales, la tasa de interés promedio se mantuvo relativamente estable durante el año, cerrando en 9,3 por ciento (frente a 8,9 por ciento en diciembre de 2003).

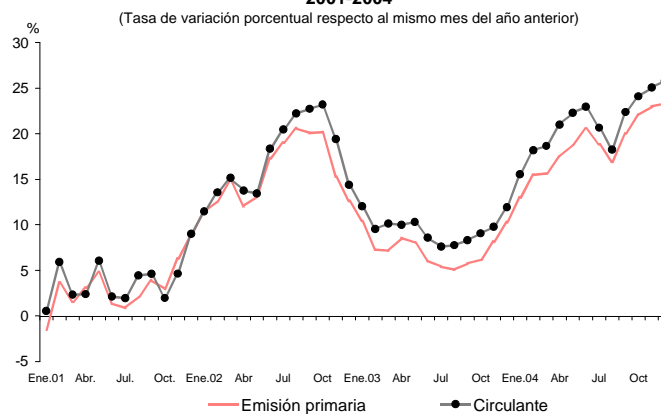
## Agregados monetarios

44. Durante el 2004 se observó una tendencia al alza en las tasas de crecimiento anual de los saldos de emisión primaria y circulante. Así, la tasa de crecimiento de la emisión primaria, comparada con la del mismo mes del año anterior, pasó de 10,1 por ciento en diciembre de 2003 a 25,3 por ciento en diciembre de 2004. En el caso del saldo de circulante, su tasa de crecimiento anual se elevó de 13,5 por ciento a 26,1 por ciento en igual período.

El incremento de estos agregados monetarios estuvo asociado a una mayor demanda del público, reflejando la mayor preferencia del público por moneda doméstica respecto a la extranjera y el crecimiento de la actividad económica.

**Gráfico 34**

**CRECIMIENTO DE LOS SALDOS DE EMISIÓN PRIMARIA Y CIRCULANTE: 2001-2004**



# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## RECUADRO 7 LA RELACIÓN ENTRE DINERO E INFLACIÓN

La evolución reciente del crecimiento de la emisión primaria y del circulante en la economía peruana (1994-2004), revela que estos agregados monetarios no han mostrado una estrecha relación con la evolución de la inflación. En particular, se observa que una mayor tasa de crecimiento de la emisión primaria no se ha traducido en mayor inflación:

### Relación entre emisión, circulante e inflación en el Perú: 1994-2004. <sup>1/</sup>

(Variaciones porcentuales últimos 12 meses)

Año	Emisión	Circulante	Inflación
1994	48,2	49,9	15,4
1995	36,9	27,6	10,2
1996	9,2	6,6	11,8
1997	19,1	17,9	6,5
1998	5,5	3,2	6,0
1999	17,0	17,2	3,7
2000	-4,0	-2,0	3,7
2001	7,9	9,0	-0,1
2002	11,0	13,5	1,5
2003	10,1	13,5	2,5
2004	25,3	26,1	3,5

<sup>1/</sup> Datos fin de período.

A nivel empírico, el trabajo de De Gregorio (2004)<sup>1/</sup> muestra que existe una baja relación entre el crecimiento monetario y la inflación, sobre todo cuando se trata de economías con inflaciones bajas. En el caso de una economía con dolarización parcial, la relación entre inflación y crecimiento de la emisión primaria se debilita además en procesos de desdolarización.

Para analizar la relación entre dinero e inflación a nivel internacional, se consideró la relación entre las tasas de crecimiento de dos agregados monetarios (emisión primaria y circulante) y la tasa de inflación esperada para Argentina, Australia, Brasil, Chile, Colombia, Unión Europea, Japón, México y Estados Unidos de NA, utilizando información para el 2004. Los resultados sugieren que, en el corto plazo, no existe una relación uno a uno entre la tasa de crecimiento de los agregados monetarios considerados y la tasa de inflación. Es decir, un aumento del crecimiento de la emisión primaria (o del circulante) no se traduce necesariamente en un aumento en la misma magnitud de la tasa de inflación en el corto plazo. Por ejemplo, a julio de 2004, Chile registró una tasa de crecimiento de la emisión primaria y del circulante de 17,1 y 16,5 por ciento, respectivamente; sin embargo, la tasa de inflación fue 2,7 por ciento.

### RELACIÓN ENTRE EMISIÓN, CIRCULANTE E INFLACIÓN: EVIDENCIA INTERNACIONAL <sup>1/</sup>

(Variaciones porcentuales últimos 12 meses)

	Emisión	Circulante	Proyección de inflación 2004 <sup>2/</sup>
Argentina	23,9	35,4	6,4
Australia	6,8	6,5	2,3
Brasil	7,8	21,7	7,2
Chile	17,1	16,5	2,7
Colombia	13,6	17,8	5,8
UE	9,5	18,6	2,2
Japón	3,7	1,6	-0,1
México	16,3	17,9	5,2
EUA	4,0	5,9	2,6

<sup>1/</sup> Fuente: FMI y bancos centrales. Información a julio de 2004.

<sup>2/</sup> Fuente: Consensus Forecast. Proyecciones hechas en octubre de 2004 (promedio del año).

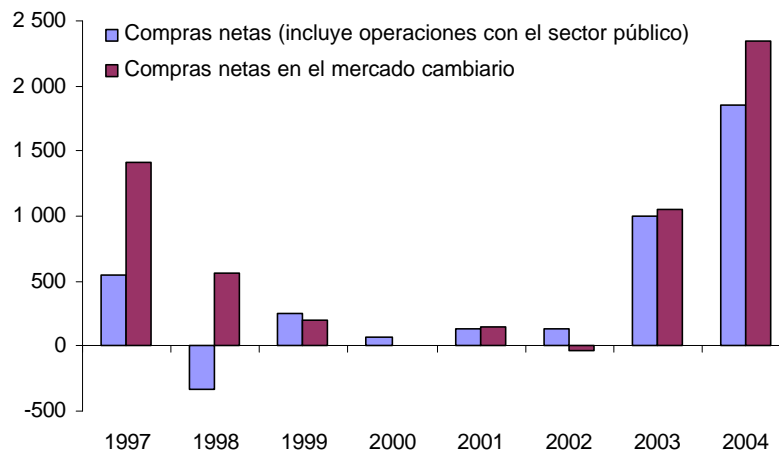
<sup>1/</sup> De Gregorio, José, "Rapid Growth of Monetary Aggregates and Inflation: The International Evidence", Working paper No. 256, Banco Central de Chile, 2004.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

45. Estas tasas de crecimiento de los agregados monetarios en moneda local, mayores que las de los agregados monetarios en moneda extranjera, han implicado una caída de la dolarización en la economía. Así, por ejemplo, la dolarización de los agregados monetarios del sistema bancario se redujo de 62 por ciento en diciembre de 2003 a 55 por ciento en diciembre de 2004.
46. En este contexto de recomposición de portafolio, el Banco Central compró US\$ 2 340 millones en el mercado cambiario, máximo nivel histórico registrado. Parte de estas compras permitió atender la demanda de dólares del sector público (US\$ 487 millones en neto) con lo cual las compras netas de dólares del Banco Central de Reserva ascendieron a US\$ 1 854 millones.

**Gráfico 35**

**OPERACIONES CAMBIARIAS DEL BCRP**  
(Millones de US\$)



La intervención se concentró en los meses de agosto a diciembre, período en el cual se compró un total de US\$ 1 463 millones (dos tercios del total del año) a un promedio diario de US\$ 13 millones.

La intervención del Banco permitió el fortalecimiento de la posición de reservas internacionales, la recomposición de portafolio privado hacia activos en moneda nacional y el suavizamiento de las fluctuaciones del tipo de cambio (recuadro 8).

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

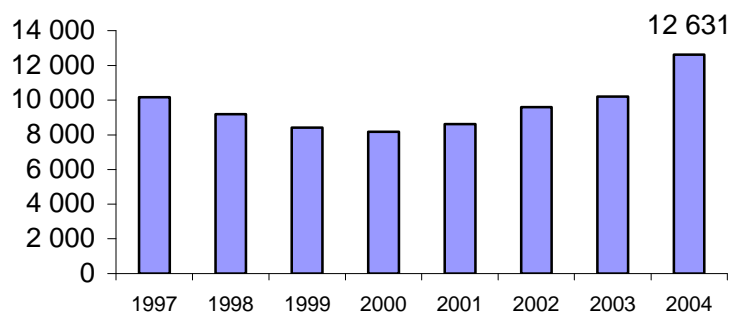
## RECUADRO 8

### NIVEL DE RIN Y COSTO DE ESTERILIZACIÓN

Al cierre del año 2004, el saldo de Reservas Internacionales Netas (RIN) del BCRP ascendió a US\$ 12 631 millones, nivel que representa 4,4 veces el saldo de emisión primaria y el 73 por ciento de la liquidez total del sistema bancario. Este saldo de RIN permite que la economía cuente con una adecuada capacidad de respuesta ante la eventualidad de episodios de turbulencia en los mercados cambiarios y financieros.

#### RESERVAS INTERNACIONALES NETAS

(Millones de US\$)



Un sistema financiero con dolarización parcial tiene dos riesgos que deben enfrentarse con medidas prudenciales:

- i) La posibilidad de una corrida de depósitos en dólares, ante la cual el Banco Central debe proveer de manera oportuna los fondos en moneda extranjera que den confianza a los depositantes.
- ii) Un movimiento brusco en el tipo de cambio con efectos permanentes sobre la solvencia de los agentes económicos, en cuyo caso el Banco Central debe contar con la capacidad para reducir la volatilidad cambiaria, excluyendo la posibilidad de establecer como objetivo la defensa de un determinado nivel para el tipo de cambio.

Las medidas preventivas que permiten enfrentar estos dos riesgos vinculados con la dolarización parcial incluyen mantener un nivel adecuado de reservas internacionales netas.

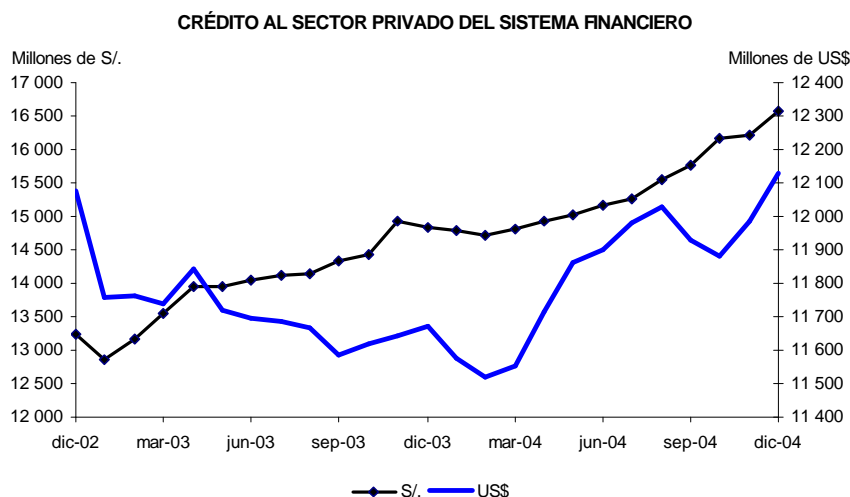
Sin embargo, para evitar una expansión excesiva de la oferta de nuevos soles, el BCRP pone en práctica operaciones de esterilización de liquidez. El instrumento utilizado para la esterilización es la colocación de Certificados de Depósito del Banco Central de Reserva del Perú (CDBCRP), los que, dependiendo del plazo, devengan una tasa de rendimiento determinada por las condiciones del mercado doméstico.

Cabe mencionar que, las acciones del Banco tienen como finalidad preservar la estabilidad monetaria y no siguen un criterio privado de maximización de utilidades. Por ello, el Banco Central puede registrar ganancias o pérdidas, siendo estas últimas poco frecuentes.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

47. Durante el año 2004, siguiendo la tendencia del año previo, se registró un mayor dinamismo en el crecimiento del crédito del sistema financiero al sector privado en moneda local, con respecto al del crédito en moneda extranjera. El primero tuvo un crecimiento anual de 11,8 por ciento, similar al obtenido el año 2003. Por su parte, el crédito en moneda extranjera mostró un crecimiento anual de 3,9 por ciento a diciembre de 2004, revirtiendo la caída de 3,4 por ciento del año anterior.

**Gráfico 36**



En moneda doméstica, la expansión del crédito al sector privado durante el año 2004 correspondió a las instituciones de microfinanzas (S/. 557 millones), al Banco de la Nación (S/. 524 millones), a las empresas bancarias (S/. 472 millones) y a los inversionistas institucionales (S/. 138 millones). Con estos resultados, la tasa de crecimiento anual del crédito de las instituciones de microfinanzas al sector privado se desaceleró de 25,3 por ciento en el año 2003 a 15,2 por ciento en el 2004. En el caso del crédito de los inversionistas institucionales al sector privado, la tasa de crecimiento anual cayó de 31,9 por ciento en 2003 a 6,4 por ciento en el año.

**Cuadro 17**

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

	Saldos en millones nuevos soles			Tasas de crecimiento	
	dic03	nov04	dic04	Dic.04/ Dic.03	Dic.04/ Nov.04
Empresas bancarias 1/	8 221	8 461	8 693	5,7	2,7
Banco de la Nación	511	983	1 035	102,7	5,4
<b>Instituciones de microfinanzas</b>	<b>3 666</b>	<b>4 146</b>	<b>4 223</b>	<b>15,2</b>	<b>1,9</b>
Bancos (créditos de microfinanzas)	730	1 091	1 121	53,5	2,8
Cajas municipales	1 083	1 335	1 334	23,2	-0,0
Cajas rurales	181	246	245	36,0	-0,2
Cooperativas	459	477	477	3,9	--
Edpymes	172	220	219	27,4	-0,4
Empresas financieras	1 042	778	827	-20,6	6,2
<b>Inversionistas institucionales 2/</b>	<b>2 180</b>	<b>2 307</b>	<b>2 318</b>	<b>6,4</b>	<b>0,5</b>
AFPs	1 449	1 338	1 340	-7,5	0,1
Empresas de seguros	568	814	823	44,9	1,1
Fondos mutuos	163	155	155	-4,9	--
<b>Empresas de leasing y otros</b>	<b>247</b>	<b>306</b>	<b>310</b>	<b>25,7</b>	<b>1,6</b>
<b>Total Sistema Financiero</b>	<b>14 824</b>	<b>16 202</b>	<b>16 580</b>	<b>11,8</b>	<b>2,3</b>

1/ Excluye los créditos microfinanzas.

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

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

En el caso del crédito al sector privado en moneda extranjera, su recuperación en el último año se debió principalmente al mayor crédito de los inversionistas institucionales (US\$ 236 millones), de las instituciones de microfinanzas (US\$ 130 millones) y al de las empresas bancarias (US\$ 100 millones).

## **RECUADRO 9** **DES DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO**

Actualmente existe una parte significativa del crédito que reciben las familias y empresas que se encuentra denominada en moneda extranjera. Así, al cierre de 2004, alrededor de 74 por ciento del crédito bancario se realizó en moneda extranjera. Si se considera además el financiamiento al sector privado de otros intermediarios financieros (cajas municipales, entre otros) y de los inversionistas institucionales tales como las AFPs, el coeficiente de dolarización se reduce a 71 por ciento.

Esta situación de alta dolarización de los créditos genera un descalce de moneda en los balances de las familias y empresas, considerando que la mayor parte de ellas generan ingresos en moneda local o, en general, sus ingresos están vinculados al dinamismo del mercado interno. El descalce de moneda implica un riesgo de tipo de cambio: si el tipo de cambio sube, el monto de las obligaciones en moneda extranjera se eleva en términos de moneda doméstica, mientras que con los ingresos no ocurre lo mismo. De esta manera, la dolarización del crédito al sector privado hace vulnerable a la economía.

En los últimos años se ha dado un importante proceso de desdolarización financiera. Tanto los depósitos del público en el sistema financiero como el crédito que este último otorga al sector privado se han ido desdolarizando gradualmente.

### **Indicadores de dolarización financiera**

(en porcentajes del agregado monetario total)

Año	Liquidez total del sistema bancario	Crédito del sistema bancario al sector privado	Crédito del sistema financiero al sector privado
1993	69	76	77
1994	64	74	74
1995	63	71	72
1996	67	74	72
1997	65	77	75
1998	69	80	79
1999	70	82	82
2000	70	82	81
2001	67	80	78
2002	65	79	76
2003	62	77	73
2004	55	74	71

Sin embargo, el dinamismo del aumento de los depósitos en soles captados por la banca ha sido mayor que el de los créditos bancarios en la misma moneda. Así, el crédito en moneda doméstica otorgado por las empresas bancarias se elevó en alrededor de S/. 0,7 mil millones durante el año 2004 (de S/. 9,5 mil millones a S/. 10,2 mil millones), mientras que los pasivos en soles con el sector privado aumentaron en más del doble de este flujo (de S/. 11,3 mil millones a S/. 12,9 mil millones). Es decir, el mayor fondeo en soles de los bancos en el 2004 se ha canalizado solo parcialmente hacia préstamos en soles al sector privado.

## BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Una posible explicación a la menor respuesta del crédito en moneda local ante el mayor fondeo en esta moneda es el hecho que los agentes económicos (intermediarios financieros y deudores) podrían no estar percibiendo adecuadamente los riesgos de tipo de cambio asociados al endeudamiento en moneda extranjera. En particular, esta inclinación por tomar deudas en moneda extranjera puede ser mayor en una coyuntura en la que existe la expectativa de que la moneda local continúe apreciándose en el corto plazo.

Así, por ejemplo, el crédito hipotecario en moneda extranjera de las empresas bancarias se incrementó US\$ 234 millones, mientras que en moneda nacional sólo aumentó S/. 10 millones en el año 2004. Una parte significativa de este comportamiento es explicado por los préstamos del fondo Mivivienda, los cuales se incrementaron US\$ 156 millones en moneda extranjera y sólo S/. 8 millones en moneda nacional en el 2004.

De igual manera, se ha registrado un crecimiento importante del financiamiento en dólares al sector privado por parte de las instituciones de microfinanzas (26 por ciento en el 2004 frente a un crecimiento en soles de 15 por ciento) y de inversionistas institucionales (22 por ciento en dólares frente a 6 por ciento en soles).

Un segundo efecto de este desbalance entre la desdolarización de los pasivos bancarios y de los créditos al sector privado es que genera presiones apreciatorias del sol, ya que los ahorristas elevan su preferencia por soles sin una canalización de estos recursos hacia préstamos en soles. La desdolarización de los pasivos de los bancos implica un incremento no deseado de su posición en dólares (activos menos pasivos en dólares), lo que se traduce en una presión apreciatoria del sol en el mercado cambiario. Para acomodar estos movimientos de portafolio, el BCRP interviene en dicho mercado, reduciendo la volatilidad del tipo de cambio y esterilizando monetariamente sus compras mediante la colocación de CDBCRP.

Por tanto, la profundización de la intermediación en nuestra moneda tendría como efecto fortalecer la capacidad de respuesta de nuestra economía ante choques macroeconómicos adversos.

Cabe mencionar que con la finalidad de reducir el riesgo involucrado por la extensión de créditos en moneda extranjera a empresas y personas naturales que no generan ingresos en dicha moneda, la Superintendencia de Banca y Seguros, ha iniciado la emisión de normas en este campo. El Reglamento para la Administración del Riesgo Cambiario Crediticio establece una provisión adicional de hasta 1 por ciento para los créditos con calificación normal, efectiva a partir del 1 de julio de 2006, sólo en el caso de que la entidad financiera tuviese incertidumbre para identificar la exposición y no exposición de un deudor al riesgo cambiario crediticio.



# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## Cuadro 18

### EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO SECTOR PRIVADO DEL SISTEMA FINANCIERO EN MONEDA EXTRANJERA

	Saldos en millones dólares			Tasas de crecimiento	
	dic03	nov04	dic04	Dic.04/ Dic.03	Dic.04/ Nov.04
Empresas bancarias 1/	9 409	9 364	9 509	1,1	1,5
Banco de la Nación	22	22	22	-1,0	-0,0
<b>Instituciones de microfinanzas</b>	<b>511</b>	<b>636</b>	<b>641</b>	<b>25,6</b>	<b>0,8</b>
Bancos (créditos de microfinanzas)	87	122	123	42,6	1,4
Cajas municipales	186	245	245	31,7	-0,3
Cajas rurales	48	54	54	12,7	-0,0
Cooperativas	116	141	141	20,9	-,-
Edpymes	40	47	47	17,0	-0,2
Empresas financieras	34	28	32	-6,6	14,1
<b>Inversionistas institucionales 2/</b>	<b>1 091</b>	<b>1 330</b>	<b>1 327</b>	<b>21,7</b>	<b>-0,2</b>
AFPs	517	726	728	40,9	0,3
Empresas de seguros	60	91	86	43,8	-5,4
Fondos mutuos	514	514	514	-0,1	-,-
<b>Empresas de leasing y otros</b>	<b>637</b>	<b>631</b>	<b>630</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,2</b>
<b>Total Sistema Financiero</b>	<b>11 670</b>	<b>11 984</b>	<b>12 130</b>	<b>3,9</b>	<b>1,2</b>

1/ Excluye los créditos microfinanzas.

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

48. En los últimos meses del año, el Banco Central de Reserva realizó modificaciones al régimen de encaje en dólares para incentivar el proceso de desdolarización financiera y reducir los riesgos de la economía asociados a la dolarización.

49. En primer lugar, se dispuso un aumento de la tasa de encaje marginal en moneda extranjera de 20 por ciento a 30 por ciento a partir de noviembre del 2004. Dado que la tasa marginal de encaje actual (30 por ciento) es similar a la tasa media de encaje en el período base (31,6 por ciento), esta última tenderá a estabilizarse alrededor de la primera. Esta medida está orientada a reforzar la capacidad de respuesta del sistema financiero para enfrentar situaciones transitorias de iliquidez en moneda extranjera.

## Cuadro 19

### EVOLUCIÓN DEL ENCAJE EXIGIBLE EN MONEDA EXTRANJERA

Período	Encaje exigible (millones de US\$)	Tasa media de encaje
Dic. 1994	2293	42,9%
Dic. 1995	2791	43,3%
Dic. 1996	3653	43,6%
Dic. 1997	3948	43,7%
Dic. 1998	3518	38,3%
Dic. 1999	3447	37,6%
Dic. 2000	2935	34,0%
Dic. 2001	3039	32,8%
Dic. 2002	2979	32,0%
Dic. 2003	2811	31,5%
Dic. 2004	2840	29,5%

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

50. Asimismo, en octubre de 2004 el Banco Central modificó la tasa de remuneración al encaje en dólares en 1/8 de punto porcentual (12,5 puntos básicos), pasando de Libor -1/8 a Libor -1/4. A partir de febrero de 2005, con la finalidad de continuar apoyando el proceso de desdolarización de la economía, el encaje adicional en moneda extranjera depositado en el BCRP devengará intereses a una tasa equivalente a Libor -3/4 (reducción de 50 puntos básicos).

## **RECUADRO 10** **TASA DE REMUNERACIÓN AL ENCAJE EN DÓLARES**

El Banco Central remunera los fondos que constituyen el encaje adicional, es decir, el exceso del encaje exigible en moneda extranjera sobre el encaje mínimo legal (6 por ciento del TOSE promedio). La remuneración a los fondos que constituyen el encaje adicional en moneda extranjera es a partir de febrero del 2005 igual a la tasa de interés LIBOR que se aplica a los préstamos en dólares a plazo de tres meses, menos 3/4 de punto porcentual. Estos fondos de encaje deberán estar depositados en la cuenta corriente de las entidades financieras en el Banco Central para poder ser remunerados, es decir no se remunera los fondos de encaje que se mantienen como fondos en bóveda de los bancos.

Las modificaciones de la remuneración al encaje adicional en moneda extranjera han estado dirigidas a influir sobre la intermediación financiera en esta moneda. Así, por ejemplo, en setiembre de 1996 se redujo la remuneración con el fin de desacelerar el crecimiento de los agregados monetarios en moneda extranjera con una tasa equivalente a Libor menos un punto porcentual. Por otro lado, en julio de 1998 y octubre de 1999 el BCRP aumentó la remuneración, buscando incentivar la recuperación de la intermediación financiera en moneda extranjera.

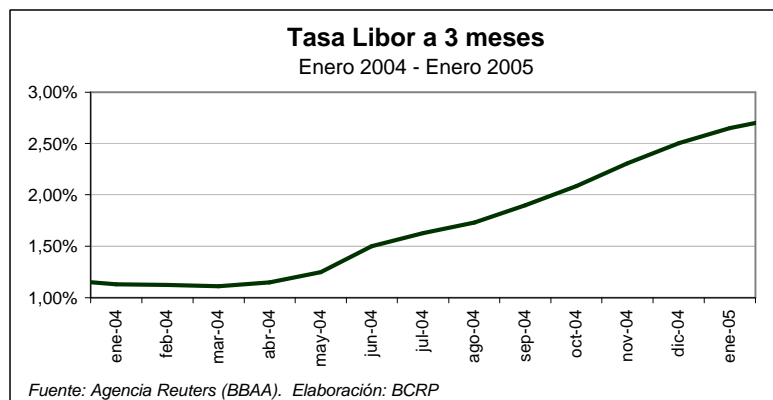
### Remuneración al encaje adicional en moneda extranjera (%)

Fecha	Remuneración	Norma legal (Circular BCR)	LIBOR	Racionalidad de la modificación
Diciembre 1993	LIBOR <sup>1/</sup>	033-93-EF/90	3,4	La nueva Ley de Bancos faculta al BCR establecer la remuneración al encaje (D. L. 770).
Setiembre 1996	LIBOR - 1	029-96-EF/90	5,7	Aceleración del crecimiento de los depósitos en moneda extranjera.
Diciembre 1996	LIBOR - 9/8	041-96-EF/90	5,5	Cambio en la metodología de cálculo de la tasa LIBOR. Previamente a esa fecha se tomaba como referencia la tasa LIBOR menor (tasa LIBID)
Abril 1997	LIBOR - 11/8	013-97-EF/90	5,8	Neutralizar el efecto de la reducción del encaje mínimo, de 9 por ciento a 7 por ciento, sobre el margen financiero.
Julio 1998	LIBOR - 1	014-98-EF/90	5,7	Incentivar la intermediación con depósitos (coincidió con la reducción de la tasa marginal de encaje de 35 por ciento a 20 por ciento).
Octubre 1999	LIBOR - 1/8	025-99-EF/90	6,1	Favorecer la reversión de la tendencia decreciente de las tasas de interés pasivas, en un contexto de aumento de la brecha entre las tasas de interés internacional y la pasiva doméstica.
Octubre 2004	LIBOR - 1/4	017-04-EF/90	2,1	Secundar el proceso de desdolarización financiera.
Febrero 2005	LIBOR - 3/4	002-05-EF/90	2,8	Secundar el proceso de desdolarización financiera y desincentivar la intermediación en moneda extranjera.

1/ Tasa de interés LIBOR para préstamos interbancarios a tres meses, en dólares

Debido a la subida de las tasas internacionales en Estados Unidos de NA, el nivel de la tasa de interés de la remuneración del encaje se ha incrementado, aun con la modificación del *spread* sobre la tasa Libor efectuada en octubre pasado (la tasa vigente hasta setiembre fue Libor menos 1/8 del uno por ciento). Así, en abril de 2004 el encaje devengó intereses a la tasa de 1,02% anual, en diciembre del mismo año el nivel se elevó a 2,25% y en enero de 2005 alcanzaría 2,41%. Con la modificación vigente desde febrero de 2005, la tasa de remuneración proyectada para dicho mes sería 2,23%, nivel similar al de fines de 2004. Ello permitiría a las empresas del sistema bancario mantener sus ingresos por la remuneración del encaje.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ



En un contexto de alza de tasas de interés internacionales de los Estados Unidos de NA, esta medida evitará la elevación de los rendimientos del ahorro en dicha moneda en el mercado local, a la vez que se desalienta la provisión de créditos en moneda extranjera.

51. En el período comprendido entre setiembre y diciembre de 2004 se registró un aumento de los instrumentos de renta fija del sector privado, aunque en menor magnitud que el observado en el mismo período del año previo. En moneda local, la colocación neta fue S/. 115 millones, menor a la registrada en igual período de 2003 (S/. 576 millones); mientras que la colocación neta en moneda extranjera fue casi nula, cuando en el mismo período de 2003 fue positiva en US\$ 145 millones. Cabe indicar que las colocaciones en moneda doméstica se circunscribieron solamente a instrumentos de corto plazo.
52. En el transcurso del año, la colocación neta de instrumentos de renta fija de las empresas del sector privado fue de S/. 1 940 millones, monto superior en 12 por ciento a la del año previo (S/. 1 727 millones en 2003). La colocación neta en moneda doméstica ascendió a S/. 515 millones, monto menor a la del año previo (S/. 866 millones en 2003).

**Cuadro 20**  
**COLOCACIÓN NETA DE INSTRUMENTOS DE RENTA FIJA <sup>1/</sup>**  
(Millones de soles o dólares)

	2003			2004		
	Soles	Dólares	Total	Soles	Dólares	Total
<b>Sector Privado</b>	<b>866</b>	<b>248</b>	<b>1 727</b>	<b>515</b>	<b>412</b>	<b>1 940</b>
Colocado	1 962	887	5 044	1 648	757	4 230
Amortizado	1 096	639	3 316	1 133	345	2 291
<b>Tesoro Público</b>	<b>927</b>	-	<b>927</b>	<b>891</b>	-	<b>891</b>
Colocado	2 932	-	2 932	2 495	-	2 495
Amortizado	2 005	-	2 005	1 604	-	1 604
<b>CDBCRP</b>	<b>2 461</b>	-	<b>2 461</b>	<b>4 158</b>	-	<b>4 158</b>
Colocado	7 084	-	7 084	15 655	-	15 655
Amortizado	4 623	-	4 623	11 497	-	11 497
<b>TOTAL</b>	<b>4 254</b>	<b>248</b>	<b>5 115</b>	<b>5 564</b>	<b>412</b>	<b>6 989</b>
Colocado	11 978	887	15 060	19 798	757	22 380
Amortizado	7 724	639	9 944	14 234	345	15 392

<sup>1/</sup> Incluye bonos, papeles comerciales, certificados negociables y letras del Tesoro Público.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## II. PROYECCIONES

Las proyecciones macroeconómicas se realizan tomando en consideración la evolución reciente de los diferentes determinantes de la inflación y con base al comportamiento esperado del entorno internacional, de las finanzas públicas y de las condiciones de oferta y demanda globales.

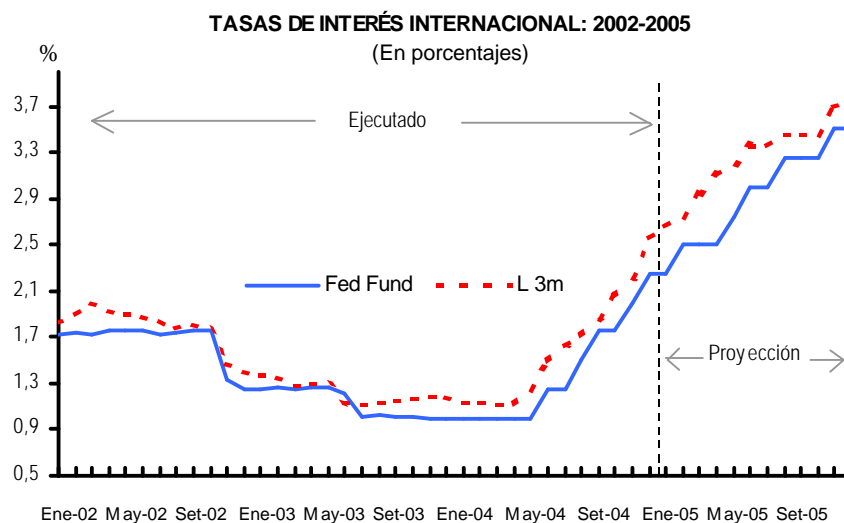
### II.1 Contexto internacional y cuentas externas

El crecimiento de la economía mundial, los niveles de términos de intercambio y el nivel de las tasas de interés internacional continuarán representando en conjunto un impulso favorable al crecimiento económico.

#### Entorno internacional

53. En los mercados de futuros de Estados Unidos de NA, los inversionistas estiman aumentos adicionales de tasas de interés para el 2005. Se proyecta que la tasa de interés de los fondos federales de Estados Unidos de NA se ubique en 3,0 por ciento a mediados de año y en 3,5 por ciento hacia finales. La tasa LIBOR a tres meses, por su parte, se ubicaría en alrededor de 3,75 por ciento.

Gráfico 37



54. El escenario de mayores tasas de interés es compatible con una expansión de la actividad económica para el 2005, pero menor a la que se observaría en el 2004. Se esperaba que el crecimiento promedio de nuestros principales socios comerciales sea de 3,5 por ciento:

- En el caso de los Estados Unidos de NA, se espera un crecimiento de 3,5 por ciento, tasa menor que la del año 2004 pero consistente con la reversión del estímulo fiscal y monetario. En el caso de Japón y Europa se observaría cierta desaceleración. Aparte de los factores estructurales existentes, habría un efecto negativo por la apreciación de sus monedas con respecto al dólar.
- La elevación de tasas de interés de la FED y las proyecciones favorables de crecimiento económico en los Estados Unidos de NA contribuirían a reducir

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

las presiones depreciatorias que enfrenta el dólar en los mercados internacionales, presiones que se asocian a los déficit externo y fiscal y a la posición deudora neta de ese país.

- En el caso de China, su economía crecería a una tasa ligeramente menor a la observada en el año 2004, resultado de las medidas que vienen aplicando las autoridades para desacelerar el crecimiento. Sin embargo, existe incertidumbre sobre la magnitud de la desaceleración debido a una posible apreciación del yuan que pueda afectar a su sector exportador.
- En este contexto, América Latina registraría una disminución en su crecimiento, el cual pasaría de 6,7 por ciento en el 2004 a 4,5 por ciento en el 2005. Sin embargo, cabe destacar que todos los países registrarían una expansión en sus economías y que las perspectivas de la región son favorables, en particular luego de la revisión al alza en la calificación de riesgo país en catorce países.

**Cuadro 21**

**CRECIMIENTO DE NUESTROS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES <sup>1/</sup>**  
(En porcentajes)

	Reporte de Inflación Agosto 2004		Reporte de Inflación Enero 2005	
	2004	2005	2004	2005
<b>Socios Comerciales*</b>	<b>4,3</b>	<b>3,5</b>	<b>4,6</b>	<b>3,5</b>
<b>Norteamérica</b>	<b>4,3</b>	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>	<b>3,5</b>
Estados Unidos	4,4	3,6	4,4	3,5
Canadá	2,9	3,4	2,7	3,0
<b>Europa</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>
Reino Unido	3,3	2,6	3,2	2,5
Alemania	1,8	1,6	1,7	1,3
<b>Asia</b>	<b>6,0</b>	<b>4,5</b>	<b>6,0</b>	<b>4,4</b>
Japón	4,3	1,9	3,9	1,5
China	8,8	7,7	9,3	8,0
<b>América Latina</b>	<b>5,2</b>	<b>4,1</b>	<b>6,7</b>	<b>4,5</b>
Chile	5,0	5,0	5,7	5,4
Brasil	3,6	3,4	5,0	3,7

\*Ponderado de acuerdo al comercio (excluyendo petróleo) de 2001

1/ Datos del *Consensus Forecast*.

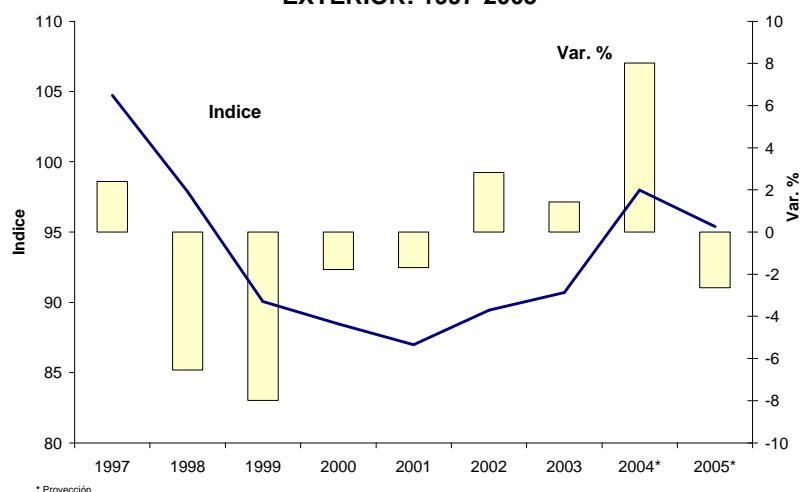
## **Términos de intercambio**

55. Se proyecta una reducción de 2,6 por ciento en los términos de intercambio para el año 2005, aunque su nivel continuaría siendo el segundo más alto de los últimos siete años. Los precios de exportación aumentarían en 0,4 por ciento, mientras que los de importación lo harían en 3,1 por ciento.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

**Gráfico 38**

**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO DEL COMERCIO EXTERIOR: 1997-2005**



**Cuadro 22**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**  
(Variación anual)

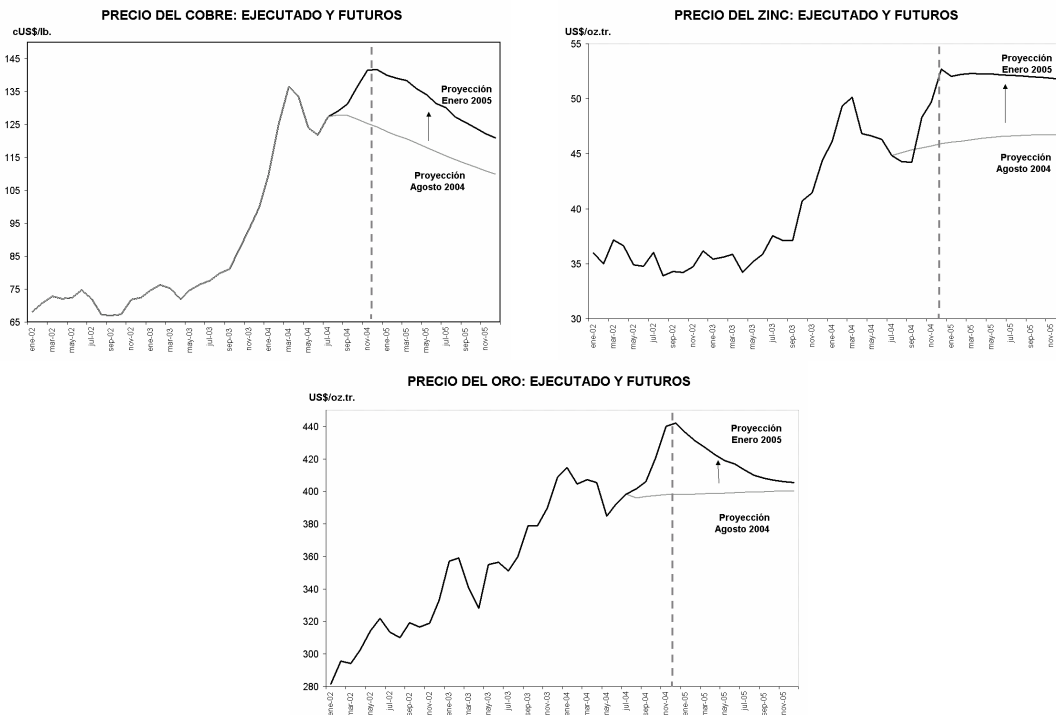
	2003	Proyecciones			
		Agosto 2004		Enero 2005	
		2004	2005	2004	2005
<b>Términos de intercambio</b>	<b>1,4</b>	<b>7,2</b>	<b>-4,4</b>	<b>8,0</b>	<b>-2,6</b>
Índice de precios de exportación	7,1	15,6	-2,4	17,0	0,4
Índice de precios de importación	5,6	7,8	2,1	8,4	3,1

Fuente: BCRP

56. La desaceleración de la economía mundial, particularmente de los países que lideraron el crecimiento en el 2004, como es el caso de China y Estados Unidos de NA, así como la perspectiva de una menor fortaleza del Euro en el 2005, serían los principales determinantes de las menores cotizaciones internacionales de las materias primas. Así, con base a las cotizaciones en los mercados de futuros, se espera que el cobre alcance los US\$ 1,21 la libra a fin de año (nivel actual de US\$ 1,47) y que el oro llegue a US\$ 406 por onza (nivel actual de US\$ 427), en tanto que para el zinc se proyecta una cotización de US\$ 0,52 la libra (nivel actual de US\$ 0,57). En el caso del cobre, se espera que el déficit de oferta empiece a cubrirse hacia la segunda mitad de 2005. En el caso del oro, la menor fortaleza del Euro así como las menores presiones inflacionarias a causa del petróleo generarían un retroceso en su cotización. En el caso del zinc, la recuperación sostenida de su cotización empezó hacia finales de 2004, por lo que se espera que en el 2005 se mantenga el mismo comportamiento ante la expectativa de que China se convierta en importador neto de zinc.

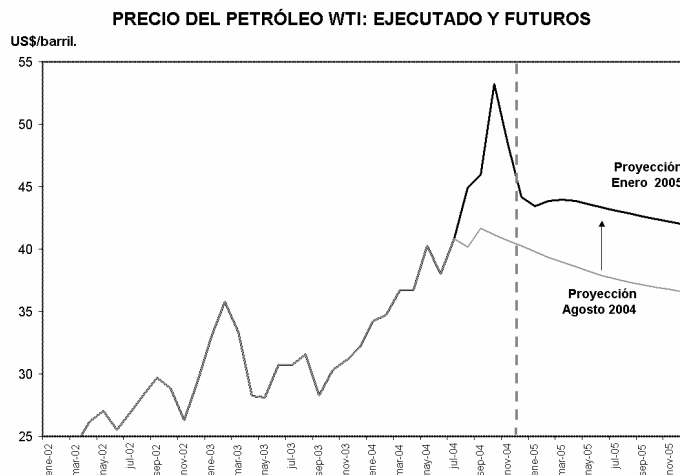
# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## Gráfico 39



57. En el caso del petróleo, los precios a futuro estiman una reducción gradual de 5 por ciento a diciembre de 2005, aunque como promedio se espera un incremento de 4 por ciento, debido al aumento de la demanda mundial en un 3 por ciento (según proyección del Departamento de Energía de Estados Unidos de NA), en un contexto de reacciones lentas ante los incrementos del precio y de la incertidumbre en la situación política de Nigeria y en el Medio Oriente, lo cual indica que la caída con respecto a diciembre de 2004 sería producto de una corrección del mercado. En el caso de los alimentos, se espera que la producción mundial de soya y de trigo alcancen niveles récord durante el período de producción 2004/2005 (según el Departamento de Agricultura de Estados Unidos de NA), mientras que la demanda se mantendría estable, lo cual haría que los precios de ambos *commodities* mantengan una tendencia a la baja durante el año 2005.

## Gráfico 40



# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## Balanza Comercial

58. Tomando en cuenta las previsiones de crecimiento de la economía mundial y la ligera disminución de los términos de intercambio, se estima que la balanza comercial seguiría registrando un saldo positivo por cuarto año consecutivo, el cual ascendería a US\$ 3 018 millones. Cabe mencionar que esta proyección considera un impacto limitado por la eliminación de las cuotas textiles en el mercado norteamericano (ver recuadro 11).

**Cuadro 23**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(Millones de US\$)

	2003	2004*	2005*	Var. %	
				2004*	2005*
<b>1. EXPORTACIONES</b>	<b>8 986</b>	<b>12 513</b>	<b>13 652</b>	<b>39,3</b>	<b>9,1</b>
Productos tradicionales	6 267	8 862	9 583	41,4	8,1
Productos no tradicionales	2 602	3 532	3 937	35,8	11,4
Otros	117	119	132	1,6	10,9
<b>2. IMPORTACIONES</b>	<b>8 255</b>	<b>9 816</b>	<b>10 633</b>	<b>18,9</b>	<b>8,3</b>
Bienes de consumo	1 851	1 980	2 109	7,0	6,5
Insumos	4 344	5 358	5 700	23,3	6,4
Bienes de capital	1 984	2 366	2 719	19,3	14,9
Otros bienes	75	112	104	48,1	- 6,7
<b>3. BALANZA COMERCIAL</b>	<b>731</b>	<b>2 697</b>	<b>3 018</b>	<b>268,9</b>	<b>11,9</b>

\* Proyección.

59. Se estima que las exportaciones tengan un menor dinamismo que el año previo por los menores precios de la mayoría de materias primas, previéndose un crecimiento de 9 por ciento. Este crecimiento estaría basado en el aumento de 8 por ciento de las exportaciones tradicionales, por los mayores volúmenes exportados de productos mineros, principalmente oro, y en menor medida zinc y cobre. En el caso del oro, la puesta en operación del proyecto Alto Chicama sería la causa principal del incremento, mientras que en el caso del zinc, la recuperación de la producción de Volcan luego de los problemas financieros que atravesó hasta inicios de 2004 explicarían el mejor desenvolvimiento.



**Gráfico 41**



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

60. Por su parte, las exportaciones no tradicionales crecerían 11 por ciento (frente a 36 por ciento en el 2004), en un contexto de desaceleración del crecimiento mundial. En particular, se estima un menor dinamismo de las exportaciones de prendas de vestir en el marco de la eliminación de las cuotas textiles a partir de enero de 2005 (ver recuadro 11). Similar evolución se prevé para aquellos productos afectados por los menores precios internacionales como siderometalúrgicos y joyería y en productos agropecuarios y pesqueros que tuvieron en el 2004 un crecimiento significativo por la incorporación de nuevas áreas para productos de exportación y buenas condiciones para la captura, respectivamente.
61. Para el 2005 se proyecta un crecimiento de 8 por ciento en las importaciones, compatible con el crecimiento de 4,5 por ciento en el crecimiento del PBI y la recuperación de la inversión privada y el consumo. Con ello, se alcanzaría un nivel de US\$ 10 633 millones en las adquisiciones del exterior, lideradas por las importaciones de bienes de capital e insumos para la industria (16 y 11 por ciento, respectivamente). Por su parte, se estima una ligera disminución en las importaciones de combustibles, asociada a la sustitución parcial de líquidos (gas butano y propano) por mayor abastecimiento interno de Camisea.
62. Cabe señalar que tal como se ha venido registrando desde el 2004, la puesta en marcha del proyecto Camisea, por las condiciones de la demanda de los contratantes del gas, se ha venido reflejando mayormente en exportación de derivados antes que en una sustitución de importaciones.

### **Cuenta corriente de la balanza de pagos.**

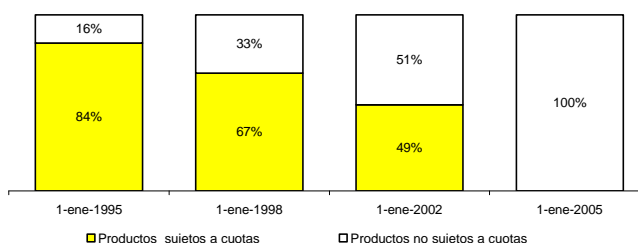
63. Consolidando los resultados del año previo y consistente con el mejor resultado de la balanza comercial, para el 2005 se proyecta un superávit en cuenta corriente de la balanza de pagos de US\$ 340 millones (0,5 por ciento del PBI). Cabe señalar que un superávit anual de la cuenta corriente no se obtiene desde el año 1979 cuando se registró el mayor aumento de términos de intercambio de los últimos 30 años.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## RECUADRO 11 ELIMINACIÓN DE LAS CUOTAS TEXTILES

Bajo la Ronda Uruguay se aprobó la eliminación progresiva de las cuotas que una serie de países, entre ellos Estados Unidos de NA, aplicaban a las importaciones de textiles y confecciones. Para dicha eliminación, se estipuló un período de 10 años, no renovable, que se inició el 1 de enero de 1995 y que culminó el 1 de enero de 2005, fecha a partir de la cual el 100 por ciento del comercio textil está liberado.

**Etapas de la eliminación de cuotas**  
(porcentaje del volumen de las importaciones de 1990)



Fuente: FMI (2002)

La eliminación de las cuotas favorecería a aquellos países, como China, que estarían en condiciones de exportar montos muchos mayores que aquellos estipulados en las cuotas. Según estimaciones privadas, el crecimiento de las exportaciones de productos textiles de China podría llegar a 24 por ciento en el 2005, alcanzando los US\$ 100 mil millones, consistente con el incremento de 40 por ciento en la inversión en activos fijos de la industria textil. De otro lado, el Fondo Monetario Internacional<sup>1/</sup> estima que a tres años de la eliminación total de las cuotas, las exportaciones chinas de prendas de vestir habrían crecido en 101 por ciento y las del resto de Asia del sur en 95 por ciento. Asimismo, un estudio realizado por la Comisión para el Comercio Internacional de Estados Unidos de NA concluye que China se convertiría en el mayor proveedor de ese país debido a su mano de obra de bajo costo y su alta productividad. La evidencia reciente muestra además, que en aquellos productos donde la cuota ya había sido previamente eliminada, las importaciones chinas han crecido sustancialmente.

Las partidas liberadas antes del año 2005 no han correspondido a aquellas que exporta el Perú. Para el año 2005 –año de implementación de la última fase– se eliminarían las cuotas a las partidas que precisamente corresponden a productos de exportación peruanos como camisas y blusas de punto para hombres y mujeres, T-shirts, suéteres y artículos similares de punto. Cabe precisar que, para estos productos, el mercado norteamericano es el más importante al representar el 85 por ciento de las exportaciones peruanas de T- shirts, el 91 por ciento de las exportaciones de blusas de punto, el 86 por ciento de camisas de punto y el 74 por ciento de las exportaciones de suéteres, pullovers y artículos similares. En estos mismos productos, China también tiene bajas participaciones en el mercado americano (entre 2,0 y 12,7 por ciento según el producto), lo que le deja margen a aumentar dicha participación al eliminarse las cuotas.

Se estima que el precio de una prenda peruana puesta en el mercado norteamericano es 21 por ciento mayor que el de China. La principal diferencia se vincula al menor costo de la mano de obra en China, que representa alrededor del 40 por ciento del costo en el Perú. También existe una diferencia importante en el costo del hilado. Sin embargo, esta diferencia se atenuaría si la moneda china se revaluara. Al respecto, diversos estudios estiman que la subvaluación del Yuan es de un 20 por ciento.

### PRECIO DE UNA PRENDA EN EL MERCADO AMERICANO (US\$ por prenda tipo)

Rubros	China	Perú
Hilado	0,70	1,23
Mano de obra	0,74	1,68
Químicos	0,05	0,06
Energía eléctrica	0,11	0,09
Otros <sup>1/</sup>	1,34	1,44
<b>Costo total</b>	<b>2,94</b>	<b>4,50</b>
Margen (15%)		
-Margen neto	0,52	0,48
-Impuesto a la renta y participación	0,00	0,28
Drawback (5% del FOB)	0,00	-0,16
Flete	0,13	0,12
Arancel EUA (21%)	0,71	0,00
Precio puesto en EUA	4,30	5,22

Fuente: Gherzi y otros

<sup>1/</sup> IMF Working Paper, (2004), "The end of textiles quotas: A case of study of the impact on Bangladesh", (WP/04/108).

Fuente: Gherzi y otros.

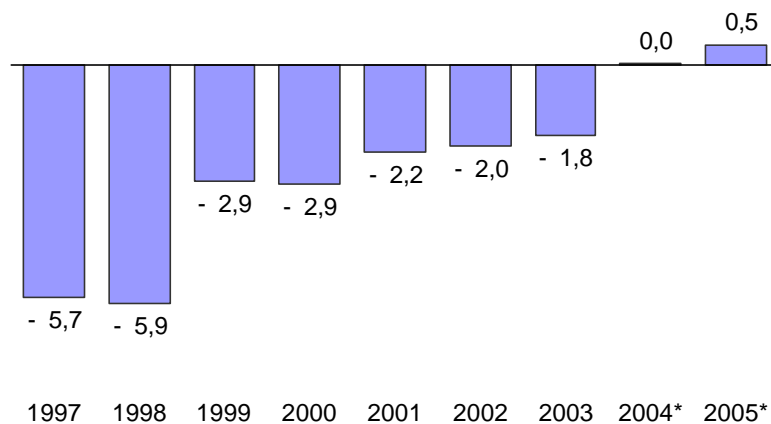
La eliminación de cuotas puede, por lo tanto, implicar una mayor demanda por productos chinos dado su menor costo de producción, aunque es probable que este efecto no se observe inmediatamente. El impacto que pueda tener sobre el sector exportador peruano dependerá del efecto de algunas medidas fiscales como la eliminación del IES vinculadas a mejorar su competitividad y a reducir sus costos de producción, así como de la exitosa culminación de un tratado de libre comercio que asegure un acceso al mercado norteamericano libre de aranceles. Asimismo, la posibilidad de mantener las ventajas de exportación en los nichos de mayor valor agregado, así como eventuales medidas de protección (salvaguardias) por parte de Estados Unidos de NA serán determinantes en la evolución de las exportaciones textiles.

<sup>1/</sup> IMF Working paper (2004), "The end of textiles quotas: A case of study of the impact on Bangladesh" ( WP/04/108).

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 42

## CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS (Porcentaje del PBI)



\* Proyección.

## II.2 Actividad económica

64. Se espera que el PBI crezca a un ritmo cercano a 4,5 por ciento sustentado en el mayor crecimiento del consumo, ligado a la recuperación moderada pero sostenida del empleo, los mayores ingresos agrícolas, así como al mantenimiento de los créditos de consumo. La inversión privada seguirá creciendo a ritmos sostenibles, impulsada por el aumento de utilidades y los mejores términos de intercambio de 2004. Por su parte, se prevé también un crecimiento de la inversión pública debido a la previsible mejora en el acceso al financiamiento externo para los proyectos de inversión.

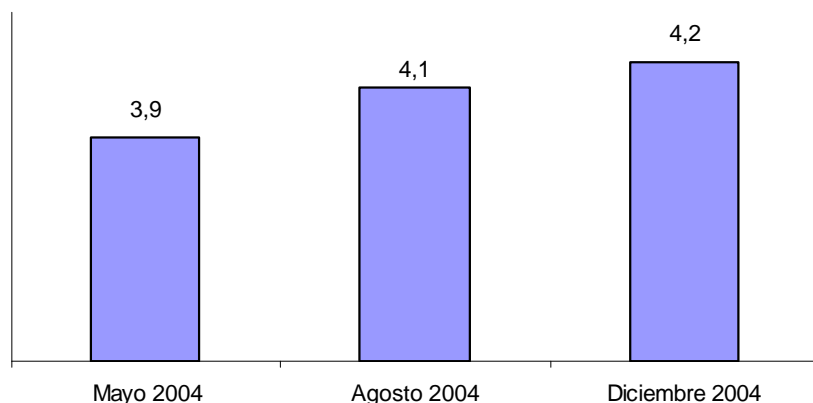
A diferencia del año 2004, el PBI agrícola se recuperará y por tanto no se producirá estrechez en la oferta de alimentos que pudieran presionar los precios al alza.

65. De acuerdo a la encuesta de expectativas realizada por el BCRP, el crecimiento esperado para el PBI en el 2005 es de 4,5 por ciento para los analistas económicos, 4,3 por ciento para las entidades no financieras y 4,2 por ciento para las instituciones del sistema financiero. Asimismo, de acuerdo al *Consensus Forecast*, las expectativas de crecimiento del PBI para el año 2005 han aumentado de 3,9 por ciento en mayo de 2004 a 4,2 por ciento en diciembre del mismo año.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

**Gráfico 43**

**EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL PBI PARA EL 2005**  
(Variación porcentual real)



Fuente: *Consensus Forecast*.

66. A diferencia del año 2004, en el 2005 las exportaciones crecerían a una tasa menor, por un contexto internacional menos favorable respecto al año anterior, en tanto que la demanda interna dinamiza su ritmo de crecimiento. Esta mayor expansión de la demanda interna respondería a un mayor dinamismo del consumo privado y al crecimiento sostenido de la inversión privada.

**Cuadro 24**  
**DEMANDA Y OFERTA GLOBAL**

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

	2003	2004*	2005*
<b>I. Demanda global (1+2)</b>	<b>3,7</b>	<b>5,6</b>	<b>4,7</b>
1. Demanda Interna <sup>1/</sup>	3,3	3,8	4,5
a. Consumo privado	3,1	3,3	3,8
b. Consumo público	2,9	3,9	3,8
c. Inversión privada fija	5,4	9,4	8,0
d. Inversión pública	5,0	3,1	9,0
2. Exportaciones	5,9	15,2	5,5
<b>II. Oferta global (3+4)</b>	<b>3,7</b>	<b>5,6</b>	<b>4,7</b>
3. Producto Bruto Interno	3,8	5,0	4,5
4. Importaciones	3,3	9,5	5,5

<sup>1/</sup> Incluye variación de inventarios

\* Proyección

Fuente: INEI y estimados BCRP

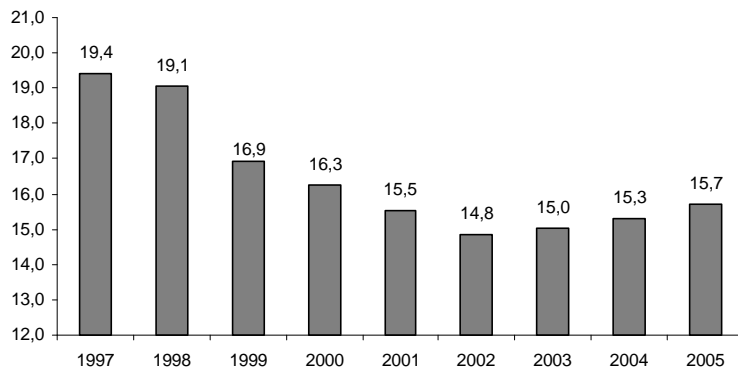
67. La **inversión privada** continuaría el dinamismo observado desde el 2002, recuperando progresivamente su participación en el producto bruto interno, por

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

lo que se prevé que a fines del año 2005 esta participación se sitúe en 15,7 por ciento del PBI.

**Gráfico 44**

**INVERSIÓN BRUTA FIJA PRIVADA**  
(Porcentaje del PBI nominal)

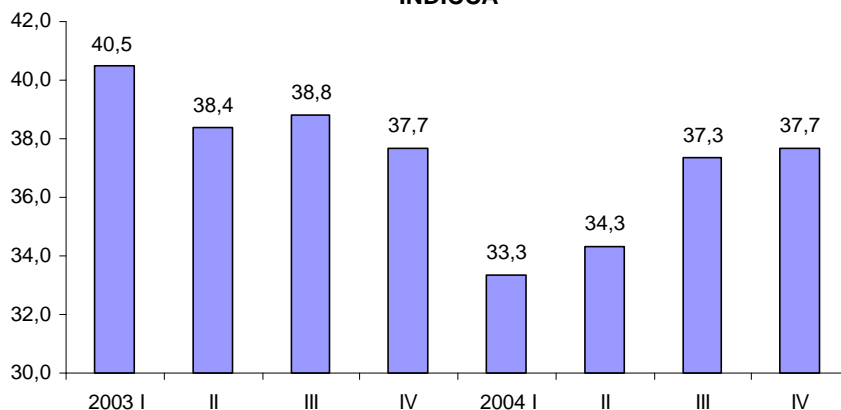


Proinversión ha logrado firmar compromisos de inversión privada durante el año 2004 por US\$ 1 240 millones para ser desembolsados en un horizonte temporal de mediano y largo plazo. Se espera que el año 2005 se supere la cifra de US\$ 2 000 millones con la adjudicación de la Red Vial Nro. 1, Nro. 4, Nro. 6, los ejes multimodales de integración con el Brasil y la concesión de aeropuertos regionales, entre otros.

68. El **consumo privado** crecería 3,8 por ciento en el año 2005, lo cual se reflejaría en el aumento de 6,5 por ciento en las importaciones de bienes de consumo. Ello considera el alto nivel que registra la confianza de los consumidores de Lima Metropolitana de acuerdo al índice elaborado por la empresa Apoyo. El INDICCA<sup>2</sup> registró un nivel promedio de 38 puntos en el cuarto trimestre del año 2004, mayor al observado en los tres trimestres anteriores.

**Gráfico 45**

**ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR**  
**INDICCA**



Fuente: Apoyo

<sup>2</sup> Índice de Confianza del Consumidor que mide la percepción de las familias respecto a su situación futura de ingresos.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## Cuadro 25

### PRINCIPALES PROYECTOS POR CONCESIONAR <sup>1/</sup>

Proyecto	Inversión Estimada (US\$ Millones)	Adjudicación	Descripción
<b>INFRAESTRUCTURA</b>			
<b>2094</b>			
Eje Multimodal Amazonas Norte de IIRSA (Integración de la Infraestructura Sur-Americana)	158	II Trimestre 2005	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.
Eje Multimodal Amazonas Centro de IIRSA (Integración de la Infraestructura Sur-Americana).	62	III Trimestre 2005	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 y el mantenimiento de toda la vía.
Red Vial Nro. 4	100	IV Trimestre 2005	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.
Red Vial Nro. 1	104	IV Trimestre 2005	El proyecto contempla la rehabilitación del tramo Piura y Sullana y su ampliación a nivel de autopista; la construcción de una vía de evitamiento en la ciudad de Piura; la rehabilitación del tramo Sullana-La Tina-Puente Macará y Sullana-Aguas Verdes.
Red Vial Nro. 6	180	I Trimestre 2005	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 regionales <sup>2/</sup>	148	II y IV Trimestre 2005	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).
Nuevo Terminal Portuario del Callao	108	IV Trimestre 2005	Construcción, operación y mantenimiento de un nuevo terminal de contenedores y de descarga de granos, en la zona sur del Puerto del Callao.
Costa Sierra <sup>2/</sup>	342	II y III Trimestre 2005	El Programa consiste en concesionar 28 vías de penetración existentes que conectan los centros de producción ubicados en los valles con los centros de comercialización ubicados en los 10 departamentos de la costa peruana. Las vías pertenecen a las red Nacional, Departamental y Vecinal. Se realizará un Concurso de Proyectos Integrales por cada vía a ser concesionada, dejando la solución técnica a cargo del concesionario.
Proyecto corredor Vial Interoceánico Perú-Brasil	892	II Trimestre de 2005	
<b>HIDROCARBUROS</b>			
<b>320</b>			
Gasoductos regionales	320	II Trimestre 2005	Entregar en concesión el diseño, construcción y operación de ductos de transporte y redes de ductos para la distribución de gas natural proveniente de Camisea, al servicio de varias zonas comprendidas en las regiones siguientes: Ayacucho, Cusco, Ica y Junín.
<b>TELECOMUNICACIONES</b>			
<b>153</b>			
Cuarta Banda de Telefonía Móvil	120	I Trimestre de 2005	
Acceso a Internet en capitales de distrito	33	I Trimestre de 2005	Transferencia del proyecto "Acceso a Internet en Capitales de Distrito del Perú" a un operador que tendrá a su cargo: a) Instalación, operación y mantenimiento de la infraestructura para el acceso a internet en cerca de 800 capitales de distrito del Perú y b) Ejecución de labores de sensibilización, capacitación y difusión a la población. Proyecto a ser ejecutado en dos etapas, donde la primera etapa incluiría cerca de 70 capitales de distrito.
<b>TIERRAS Y AGRICULTURA</b>			
<b>216</b>			
Venta de tierras en Jequetepeque y Zaña	10	II Trimestre de 2005	El proyecto consiste en la transferencia al sector privado de lotes sin dotación de agua ubicados en las regiones de Lambayeque y La Libertad.
Casa Grande	21	N.D.	Consiste en la incorporación de un inversionista privado a la Empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A. en donde el Estado posee una participación accionaria del 31.36% del capital social de la empresa.
Olmos	185	N.D.	El Proyecto Olmos comprende un complejo hidroenergético y de irrigación, aprovechando el trasvase a la vertiente del Océano Pacífico de una masa global anual de 2,050 millones de m <sup>3</sup> de agua, procedente del río Huancabamba y de otros ríos de la Cuenca Amazónica.
<b>MINEROS</b>			
<b>910</b>			
Bayóvar <sup>3/</sup>	300	I Trimestre de 2005	El proyecto involucra la explotación del depósito de fosfatos, cuyas reservas equivalen a 262 millones de toneladas de concentrados de roca fosfórica.
Licitación La Granja	300	II Trimestre de 2005	La Granja es un yacimiento tipo pórfido de cobre, con contenidos de oro y plata como minerales principales. La extensión de la concesión minera abarca 3,900 hectáreas.
Licitación de Michiquillay	300	III Trimestre de 2005	Michiquillay es un yacimiento tipo pórfido de cobre, con contenidos de oro y plata. La extensión de la concesión minera abarca 16,978 hectáreas y una propiedad superficial de 1,206 hectáreas.
Licitación de San Antonio	10	III Trimestre de 2005	San Antonio posee 193 millones de m <sup>3</sup> de grava aurífera con un contenido de 0.25 g/m <sup>3</sup> de oro, equivalentes a 48,000 Kg. de oro fino.
<b>Saneamiento</b>			
<b>719</b>			
EPS Grau	252	II Trimestre de 2005	Prestación de servicios de agua potable y alcantarillado en el ámbito correspondiente a la EPS Grau.
EMFAPA Tumbes	67	I Trimestre de 2005	Prestación de servicios de agua potable y alcantarillado en el ámbito correspondiente a la EPS Tumbes
Abastecimiento de Agua Potable para Lima	300	II Trimestre de 2005	
Servicios de Saneamiento de SEDAM Huancayo S.A.C	100	IV Trimestre de 2005	El Proyecto está orientado a promover la participación de un operador privado para la prestación de servicios de agua potable y alcantarillado en la EPS SEDAM HUANCAYO S.A.C.
<b>TURÍSTICOS</b>			
<b>63</b>			
Centro Cívico de Lima	20	N.D.	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 cineas. La promoción de la inversión privada se llevará a cabo a través de un contrato de arrendamiento o usufructo.
Complejo Turístico - Playa Hermosa	36	N.D.	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.
Complejo Turístico El Chaco- La Puntilla	7	I Trimestre de 2005	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.
<b>Total</b>	<b>4475</b>		

<sup>1/</sup> Elaborado a partir de la información publicada en la página web de Proinversión al 18/01/2005

<sup>2/</sup> Primer y segundo paquete

<sup>3/</sup> Se ha tomado en consideración el rango menor.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

69. Teniendo en cuenta los pronósticos de lluvias del SENAMHI y los avances de siembras de la campaña agrícola (a noviembre se ha avanzado al 46 por ciento), que reportan un aumento de siembras de 53 mil hectáreas, equivalentes a 5,9 por ciento, se espera una recuperación de la oferta agrícola y con ello una mayor tasa de crecimiento de los sectores primarios, que crecerían 4,7 por ciento en lugar de la tasa de 2,8 por ciento alcanzada en el 2004.

Los **sectores no primarios** crecerían 4,5 por ciento en el 2005 luego de crecer 5,6 por ciento en el 2004. Esta menor tasa de crecimiento se explica por el menor impulso externo que se registraría en el 2005 comparado con el año anterior. En este sentido, la manufactura no primaria registraría una tasa de 5,5 por ciento frente al 7,2 por ciento registrado en el 2004.

**Cuadro 26**  
**PRODUCTO BRUTO INTERNO**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2003	2004*	2005*
<b>Agropecuario</b>	2,3	-1,0	3,4
<b>Pesca</b>	-12,6	28,3	1,8
<b>Minería e hidrocarburos</b>	6,9	5,4	7,0
Minería metálica	7,7	5,2	5,7
Hidrocarburos	-4,5	7,1	26,2
<b>Manufactura</b>	2,1	6,7	5,0
Procesadores de recursos primarios	-1,8	4,6	3,4
Manufactura no primaria	3,2	7,2	5,5
<b>Electricidad y agua</b>	4,2	4,5	4,0
<b>Construcción</b>	4,2	4,8	6,0
<b>Comercio</b>	3,8	4,2	4,6
<b>Otros servicios</b>	4,0	5,8	4,1
<b>VALOR AGREGADO BRUTO</b>	<b>3,6</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>
Impuestos a los productos y derechos de importación	5,3	4,2	4,5
<b>PBI GLOBAL</b>	<b>3,8</b>	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>
<b>VAB Primario</b>	2,8	2,8	4,7
<b>VAB No Primario</b>	3,8	5,6	4,5

\* Proyección

Fuente: INEI y estimados BCRP

La recuperación del **sector agropecuario** en el 2005 (3,4 por ciento) se corresponde con la recuperación de áreas que no fueron sembradas por escasez de agua durante la campaña anterior y que viene mejorando desde noviembre de 2004. Se considera la predicción del SENAMHI de un "Niño" débil que de acuerdo a la información del NOAA (*National Oceanic and Atmospheric Administration*), implicaría condiciones húmedas en el norte del Perú durante marzo - abril de 2005.

De acuerdo con las intenciones de siembra de los principales cultivos transitorios, recogidas en diciembre mediante la encuesta a productores por el Ministerio de Agricultura, la campaña 2004-2005 crecerá 16 por ciento respecto a la campaña pasada. Se prevé que continuaría el dinamismo de la actividad

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

pecuaria y de los productos de agroexportación (2 por ciento anual) entrando en producción nuevas áreas de frutas y verduras destinadas a exportaciones como lúcumas, sandías y melones, así como alcachofas, paltas, y páprika; y de mangos y cítricos, por un mayor manejo tecnificado de las cosechas.

Las condiciones hidro-meteorológicas, a mediados de enero, son mejores respecto a la campaña anterior. El nivel de agua almacenada en Tinajones y Gallito Ciego es favorable e influyó en un mejor nivel de almacenamiento de los reservorios del norte, superior en 41 por ciento respecto al año anterior, lo que representa mejores condiciones para la campaña agrícola.

## Cuadro 27

VOLUMEN DE AGUA ALMACENADA AL ÚLTIMO DÍA DE CADA MES  
(Millones de m<sup>3</sup>)

Represa	Años	Ene	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Oct.	Nov.	Dic	Ene-dic
<b>Poechos</b>	2003	202	213	383	512	538	532	518	427	331	226	132	158	4 014
Piura	2004	167	125	115	206	203	278	319	265	224	183	148	184	2 416
	2005	102												
Var % 2004/03		-18	-41	-70	-60	-62	-48	-38	-38	-32	-19	12	16	
Var % 2005/04		-39												
<b>San Lorenzo</b>	2003	128	139	166	218	243	255	230	184	139	86	57	57	1 844
Piura	2004	72	60	79	97	93	103	112	63	40	36	35	50	838
	2005	49												
Var % 2004/03		-44	-57	-52	-56	-62	-60	-51	-66	-72	-58	-38	-13	
Var % 2005/04		-33												
<b>Tinajones</b>	2003	203	167	84	86	98	110	88	59	56	44	39	60	1 033
Lambayeque	2004	49	24	47	59	68	42	39	17	21	50	131	167	713
	2005	108												
Var % 2004/03		-76	-86	-44	-32	-31	-62	-56	-71	-63	13	239	178	
Var % 2005/04		123												
<b>Gallito Ciego</b>	2003	338	342	362	420	443	441	422	394	378	252	222	158	4 014
La Libertad	2004	80	74	69	100	114	118	104	84	77	73	211	186	1 291
	2005	261												
Var % 2004/03		-76	-78	-81	-76	-74	-73	-75	-79	-80	-71	-5	18	
Var % 2005/04		226												
<b>Total</b>	2003	872	861	994	1236	1322	1338	1258	1064	904	608	449	433	10 906
	2004	367	283	310	461	478	540	574	429	361	342	525	587	5 257
	2005	520												
Var % 2004/03		-58	-67	-69	-63	-64	-60	-54	-60	-60	-44	17	35	
Var % 2005/04		41												

Fuente: MINAG

Para el año 2005 se proyecta un crecimiento del **sector pesca** de 1,8 por ciento. Los desembarques de anchoveta descenderían de 8,6 a 8,3 millones de T.M., tomando en consideración que el año 2004 registró un nivel excepcionalmente elevado cuando se le compara con el promedio de los últimos cinco años. Se prevé, en cambio, una recuperación del recurso jurel para conservas y un aumento del fresco y congelado, en este último caso como consecuencia de mayor extracción de pota y merluza.

El **sector minería e hidrocarburos** crecería 7,0 por ciento por la mayor producción de hidrocarburos (Camisea todo el año) y de oro, principalmente. En el caso del oro se espera el inicio de operaciones a mediados de año del proyecto de Alto Chicama (Barrick) en La Libertad, así como la operación de Cerro Negro (Yanacocha) durante todo el año. La producción de zinc, plomo y plata mostraría crecimientos moderados impulsado por la recuperación de Volcan y otras empresas de la mediana minería dada la mejora de la cotizaciones de los metales básicos.

La **producción manufacturera** crecería 5,0 por ciento, principalmente por el incremento de 5,5 por ciento en la manufactura no primaria, tasa menor a la observada en el año 2004 debido a que se estima que la industria textil



# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

registraría un menor dinamismo para el segundo semestre del año por menor crecimiento de sus exportaciones. El aumento de la manufactura no primaria en el 2005 sería consecuencia principalmente de la mayor producción de productos químicos, caucho y plásticos, y minerales no metálicos. La producción de la manufactura de procesamiento de recursos primarios aumentaría 3,4 por ciento por la recuperación de la industria azucarera y de conservas y productos congelados de pescado.

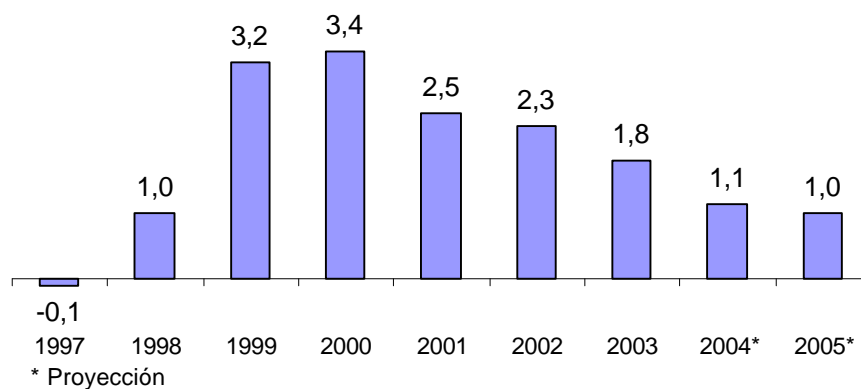
El sector **construcción** crecería 6,0 por ciento por la continuación del dinamismo de la inversión privada, en particular la registrada en construcción de viviendas y la realización de proyectos mineros y obras viales.

## II.3 Resultado económico del sector público

70. En el año 2005 se espera que el déficit fiscal se reduzca a 1,0 por ciento del PBI conforme a las previsiones contenidas en el Marco Macroeconómico Multianual 2005-2007. El resultado primario aumentaría de 1,0 por ciento del PBI en el 2004 a 1,2 por ciento del PBI en el 2005 debido a mayores ingresos fiscales, los que crecerían en 5,5 por ciento en términos reales frente a un aumento de los gastos no financieros de 3,3 por ciento. A diferencia del año 2004, en el que el resultado primario aumentó en 0,6 puntos del PBI con respecto al año 2003 –superando en 0,3 puntos porcentuales a las proyecciones de los Reportes de Inflación de mayo y agosto- para el presente año se espera un impulso fiscal con menor incidencia contractiva. Esta posición es compatible con la evolución favorable de la actividad económica.

Gráfico 46

### DÉFICIT FISCAL: 1997-2005 (Porcentaje del PBI)



# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

**Cuadro 28**  
**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Millones de nuevos soles)

	2003	2004 *	2005 *
<b>1. Ingresos corrientes</b>	<b>31 551</b>	<b>35 377</b>	<b>38 112</b>
(% del PBI)	15,0	15,2	15,3
Var. % real	8,0	8,2	5,5
<b>2. Gastos no financieros</b>	<b>-31 460</b>	<b>-34 182</b>	<b>-36 055</b>
(% del PBI)	-14,9	-14,7	-14,5
Var. % real	5,2	4,8	3,3
Corriente	-27 375	-29 870	-31 493
(% del PBI)	-13,0	-12,8	-12,7
Var. % real	5,9	5,3	3,3
Capital	-4 084	-4 312	-4 562
(% del PBI)	-1,9	-1,9	-1,8
Var. % real	1,0	1,8	3,6
<b>3. Otros</b>	<b>814</b>	<b>1 207</b>	<b>898</b>
(% del PBI)	0,4	0,5	0,4
<b>4. Resultado Primario</b>	<b>905</b>	<b>2 403</b>	<b>2 955</b>
(% del PBI)	0,4	1,0	1,2
<b>5. Intereses</b>	<b>-4 633</b>	<b>-4 927</b>	<b>-5 405</b>
(% del PBI)	-2,2	-2,1	-2,2
De los cuales:			
Bonos de reconocimiento	-235	-326	-236
Externos (Millones de US\$)	-\$1 082	-\$1 158	-\$1 346
<b>6. Resultado económico</b>	<b>-3 728</b>	<b>-2 524</b>	<b>-2 450</b>
(% del PBI)	-1,8	-1,1	-1,0
Millones de US\$	-\$1 072	-\$771	-\$732

\* Proyección

71. La mejora de los ingresos corrientes recoge el impacto de la actividad económica y de medidas como el incremento de la tasa del impuesto a la renta de personas jurídicas de 27 a 30 por ciento –cuyo efecto recién se verá este año–, la ampliación de los mecanismos de cobranza del IGV y los mayores ingresos por regalías mineras. Cabe mencionar que la sustitución del Anticipo al Impuesto a la Renta por el Impuesto Temporal a los Activos Netos implicaría una pérdida neta de S/. 250 millones.
72. En lo referente a los gastos no financieros, la proyección considera un crecimiento real de 3,3 por ciento en términos reales, asociados a un mayor dinamismo de los gobiernos regionales. Asimismo, se considera un crecimiento de las transferencias corrientes a los gobiernos locales por mayores recursos provenientes del canon y de las regalías.
73. Los intereses del sector público se estiman en 2,2 por ciento del PBI, ello implica mayores intereses por deuda externa de US\$ 188 millones con relación al año 2004.
74. La mejora en el déficit fiscal permitiría compensar en parte el aumento de la amortización. El requerimiento financiero de US\$ 3 026 millones se cubriría con

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

la contratación de nueva deuda externa por US\$ 1 523 millones y la colocación de bonos internos en soles por el equivalente a US\$ 1 027 millones, que considera la recompra de los bonos del Programa de Consolidación Financiera por US\$ 393 millones. Este escenario de financiamiento implicaría una mayor demanda de dólares por parte del fisco para el año 2005 en relación al año anterior. Esta proyección no incluye la posibilidad de un reperfilamiento de la deuda con el Club de París, lo que podría implicar una demanda adicional de dólares por parte del fisco, en la medida que se financie con mayores colocaciones de bonos en el mercado interno.

**Cuadro 29**  
**FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Millones de US\$)

	2003	2004 *	2005 *
<b>1. Resultado Económico (millones de soles)</b>	<b>-3 728</b>	<b>-2 524</b>	<b>-2 450</b>
(% del PBI)	-1,8	-1,1	-1,0
Millones de US\$	-\$1 072	-\$771	-\$732
<b>2. Amortización (millones de US\$)</b>	<b>-\$1 743</b>	<b>-\$2 069</b>	<b>-\$2 295</b>
Redención de bonos de reconocimiento	-\$172	-\$215	-\$194
Internos	-\$385	-\$505	-\$571
Externos	-\$1 187	-\$1 349	-\$1 529
<b>3. Requerimiento financiero (millones de US\$)</b>	<b>\$2 815</b>	<b>\$2 839</b>	<b>\$3 026</b>
Desembolsos externos	\$2 101	\$2 471	\$1 523
Libre disponibilidad	\$1 765	\$2 157	\$1 023
Proyectos de inversión	\$336	\$315	\$500
Bonos internos	\$508	\$766	\$1 027
Privatización	\$52	\$114	\$87
Otros	\$154	-\$512	\$389

\* Proyección

## II.4 Inflación

75. La proyección de inflación considera las condiciones macroeconómicas agregadas descritas anteriormente y que podrían influenciar sobre el desarrollo más probable de los precios a lo largo del año 2005.

En particular, la evolución de la inflación estará determinada por el comportamiento de las expectativas inflacionarias en el horizonte de proyección, de la inercia inherente a la inflación, de la inflación importada, de las presiones inflacionarias o deflacionarias surgidas a partir de la evolución de la demanda agregada y de los factores de oferta.

Las expectativas de inflación para el año 2005 obtenidas a partir de las encuesta mensual de Expectativas Macroeconómicas efectuada por el BCRP se mantienen consistentes con la meta de inflación de 2,5 por ciento. Se prevé que estas expectativas se mantengan alineadas a la meta de inflación durante el 2005.

76. La inercia inflacionaria se refiere a la importancia de la inflación pasada en la determinación de la inflación futura. Si se considera que una variación brusca

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

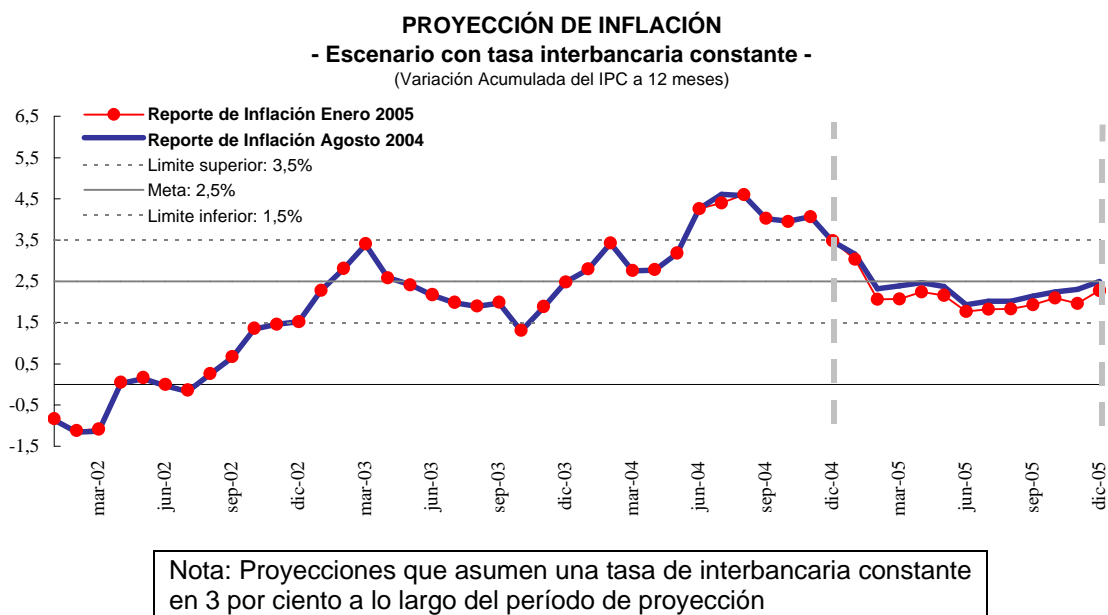
de precios tendrá una duración breve, entonces no se propagará hacia el futuro; si por el contrario el choque es prolongado, entonces tenderá a propagarse con más fuerza sobre la inflación futura. En este Reporte de Inflación, se estima que los ajustes al alza de los precios de los alimentos así como su posterior corrección a la baja no han afectado el resto de precios de la economía. Se prevé que el empuje inercial de la economía estará en línea con la meta inflacionaria de 2,5 por ciento.

77. De acuerdo a la encuesta mensual de Expectativas Macroeconómicas efectuada por el BCRP a los analistas económicos, la cotización esperada del tipo de cambio para diciembre de 2005 es de S/.3,34 por dólar. Estas expectativas sobre el valor del sol son consistentes con que el tipo de cambio real se mantenga en niveles similares a los actuales, asumiendo una evolución relativamente estable del dólar en los mercados de monedas. Para este año se espera que algunos de los fundamentos que apoyaron la apreciación del sol se reviertan parcialmente, tales como la caída esperada en los términos de intercambio y el incremento previsto en las tasas de interés internacional. Sin embargo, se espera que la entrada de nuevos proyectos de inversión como Alto Chicama y la plena vigencia del proyecto Camisea, continúe mejorando la posición de la balanza de pagos.
78. Se espera que la inflación importada tenga un efecto nulo durante el año 2005, debido a que la apreciación observada del tipo de cambio en el segundo semestre de 2004 continuará empujando los precios hacia abajo durante la primera mitad del presente año. El impacto de la apreciación del sol sobre la inflación considera el efecto directo del componente importado del IPC (aproximadamente 12,1 por ciento de la canasta), así como su efecto indirecto vía costos de bienes intermedios (estimado mediante el componente importado del Índice de Precios al por Mayor).
79. Desde julio hasta diciembre de 2004, la apreciación del tipo de cambio alcanzó 5,7 por ciento. En el mismo lapso, la inflación del componente importado del índice de precios al por mayor cayó en 2,1 por ciento, proyectándose que el efecto de esta apreciación monetaria en la inflación siga teniendo efecto en la primera mitad del año 2005.
80. La proyección de inflación durante el 2005 se ubicará en el rango inferior de tolerancia de la meta (1,5 a 2,5 por ciento) en la mayoría de meses del año. A diciembre de 2005, la inflación a 12 meses estaría alrededor de 2,3 por ciento. Esta proyección supone el mantenimiento de la tasa de interés de 3 por ciento como referencia para el mercado interbancario.

Este supuesto de trabajo representa un posible escenario de política coherente con el estado actual de la economía y la información disponible al momento de elaborarse este Reporte. De ninguna manera representa compromiso de la autoridad monetaria para sostener dicho escenario en el futuro. En la práctica, a medida que nueva información sobre presiones inflacionarias o deflacionarias se vaya obteniendo, la política monetaria se ajustará de manera consistente a su meta inflacionaria.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 47



### III. BALANCE DE RIESGOS

81. Los escenarios de proyección se consideran como los más probables para los próximos meses. Los resultados de estas proyecciones son sensibles a la evolución de las variables exógenas consideradas, las que pueden diferir del escenario central planteado. El balance de riesgos del Banco Central de Reserva permite realizar un análisis probabilístico de la dirección de divergencia de las variables exógenas respecto al escenario central. Como resultado, se obtiene la distribución de la proyección de inflación. Las variables exógenas que tendrán más impacto en el balance de riesgos son la evolución futura del precio internacional del petróleo, de las tasas de interés internacionales, la debilidad del dólar y la posibilidad de mejores condiciones de oferta a las anticipadas.

82. Para el presente Reporte los principales riesgos que podrían impulsar la inflación por arriba del escenario central provienen del entorno internacional y son:

- Un aumento más pronunciado de las tasas de fondos federales que la asumida en los supuestos de proyección si es que las presiones inflacionarias en los Estados Unidos de NA y la posibilidad de una depreciación aún más fuerte del dólar se hacen más probables (mayor detalle en el recuadro 12). Este riesgo al alza de las tasas de la Reserva Federal se trasladará a las tasas Libor y a las tasas domésticas en dólares, lo que a su vez tendría efectos depreciatorios sobre el nuevo sol respecto al dólar. Adicionalmente, con la cercanía al proceso electoral, podría presentarse cierta incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros, frente a lo cual el Banco mantiene un nivel elevado de reservas internacionales.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## RECUADRO 12 FACTORES DE RIESGO DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Los principales factores de riesgo en el contexto internacional estarían asociados al desarrollo de dos de las economías más importantes del mundo en la actualidad: Estados Unidos de NA y China.

En el primer caso, los mayores factores de riesgo están asociados a un incremento más acelerado de las tasas de interés por parte de la FED. Este riesgo podría generarse ante mayores presiones inflacionarias (dado el ritmo de crecimiento de la economía y la posibilidad de que la política fiscal se mantenga expansiva) y ante el elevado déficit en cuenta corriente. El impacto, sobre las economías emergentes, de mayores tasas de interés internacionales sería un menor flujo de capitales (privados o públicos) y, en consecuencia, un menor ritmo de apreciación de la moneda doméstica.

Los significativos déficit de cuenta corriente y fiscal de Estados Unidos de NA, así como su posición internacional deudora, podría llevar en el 2005 a una depreciación del dólar, mayor a la prevista, acompañada de un mayor ajuste en las tasas de interés. En caso que no se flexibilicen los regímenes cambiarios de Asia, el riesgo de una apreciación del euro es mayor. Este efecto se traduciría en menores fuentes de financiamiento del déficit externo norteamericano, lo que a su vez conllevaría a un agresivo ajuste de las tasas de interés que podría resultar en una desaceleración del crecimiento de la economía mundial. El impacto de este escenario sobre la economía peruana sería a través del canal comercial, vía una mayor reducción de los términos de intercambio (aunque parcialmente compensada por el mayor precio esperado del oro) y menores volúmenes. Por su parte, a través del canal financiero se esperaría una reducción en la liquidez internacional y por lo tanto mayores *spreads* de deuda y mayores tasas de interés, que tendrían un impacto negativo sobre el servicio y el saldo de la deuda externa. En resumen, un escenario de aumento abrupto de las tasas de interés de Estados Unidos de NA podría generar cierta volatilidad de los mercados financieros, frente a lo cual la economía nacional cuenta con mejores fundamentos macroeconómicos que en años previos.

China es también un factor de incertidumbre debido al proceso de suavizamiento de sus altas tasas de crecimiento observadas en los últimos años. No obstante las medidas restrictivas aplicadas durante el año, las tasas de crecimiento continúan altas y el peligro latente de un ajuste brusco podría impactar en la demanda externa de nuestro país.

En este escenario, el ritmo de compras del BCRP en el mercado cambiario podría reducirse o eventualmente el Banco Central podría dejar de intervenir. El cambio en la posición de política monetaria hacia un menor estímulo monetario se daría en la medida que dicha dinámica del tipo de cambio afecte a las tasas de inflación futura.

- Un nuevo ciclo de alzas en los precios internacionales de combustibles. El escenario central considera que el precio del crudo bordeará los US\$ 42 por barril hacia fines de 2005; sin embargo, la incertidumbre sobre el precio del petróleo continúa siendo alta.

Un factor de riesgo adicional es que la leve pero esperada corrección hacia abajo en los precios del petróleo no se materialice e incluso se revierta. Este riesgo estaría asociado a la situación en el Medio Oriente (el mantenimiento del conflicto impone cierta incertidumbre en el flujo de las exportaciones desde Irak cuyos suministros se han visto interrumpidos varias veces); la política de la OPEP (anunció que de continuar la depreciación del dólar con respecto al euro, podría reducir sus cuotas de producción ante la pérdida del poder adquisitivo de sus ventas). Estos riesgos se agudizan por el contexto de un balance estrecho de oferta-

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

demanda en el mercado del crudo. Es así, que se proyecta una mayor demanda mundial de petróleo en 3 por ciento, liderada por China (9 por ciento), mientras que la oferta total mundial se incrementaría en 2 por ciento.

Un alza adicional del precio de los combustibles implicaría presiones transitorias al alza en la tasa de inflación que no ameritarían una respuesta de la posición de política monetaria, salvo que dicho choque de oferta eleve las expectativas de inflación y afecte la dinámica de formación de precios de la economía.

83. De otro lado los riesgos que podrían afectar las proyecciones de inflación a la baja son:

- Las encuestas de expectativas asumen una recuperación del tipo de cambio nominal para el año 2005. Sin embargo, existe la posibilidad de que la mejora de los fundamentos macroeconómicos y la propia situación de debilitamiento del dólar por la coyuntura de la economía norteamericana conlleve presiones apreciatorias en el nuevo sol.

La respuesta del BCRP en este contexto dependerá del posible impacto de la apreciación sobre la inflación. Esta reacción podría implicar un mayor tiempo de permanencia de la actual posición flexible de política monetaria o inclusive podría llevar a que la posición de política se flexibilice aún más.

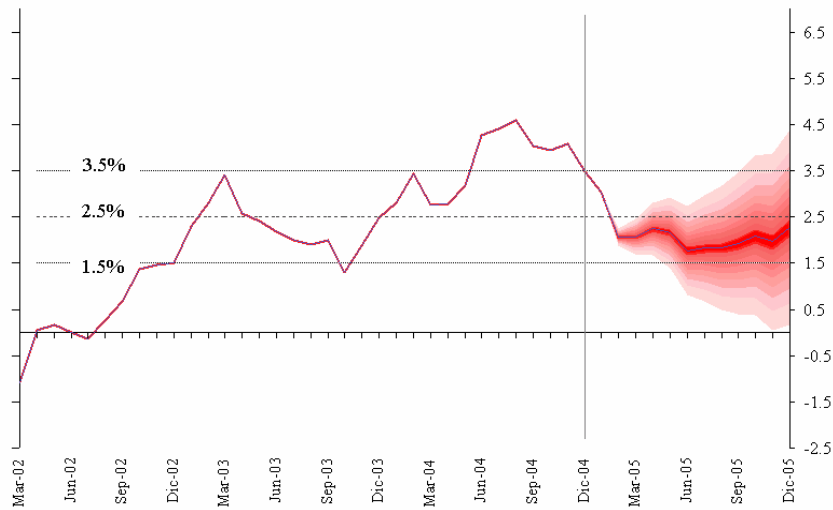
- El escenario central considera que la oferta agrícola se recuperará en el 2005 a un ritmo consistente con la demanda y que por ello no se constituirá en un factor de empuje de inflación. Una reversión de los choques de oferta más fuertes a los esperados podría conllevar a que la tasa de inflación últimos 12 meses se ubique por debajo del límite inferior del rango meta en algunos meses. La respuesta de política monetaria sólo se alteraría en la medida que estos choques de oferta afecten las expectativas de inflación y la formación del resto de precios de la economía.

84. La ponderación de los diversos riesgos tanto al alza como a la baja respecto al escenario central considera que el balance agregado se mantenga neutral.

# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

**Gráfico 48**

**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN**  
(Variación Acumulada del IPC a 12 meses)



Nota: El gráfico muestra las bandas de predicción central de inflación a lo largo del horizonte de proyección. La banda más oscura alrededor de la proyección central muestra el 10 por ciento de probabilidad de ocurrencia mientras que todas las franjas coloreadas representan el 90 por ciento de probabilidad.

## CONCLUSIONES

85. Las proyecciones de inflación para el año 2005 se ubican en el límite inferior de la meta (1,5-2,5 por ciento) como resultado principalmente de la reversión parcial de los choques de oferta del año 2004. Esta proyección fue elaborada bajo un escenario de posición de política monetaria constante en el horizonte de proyección: tasa de interés interbancaria en 3,0 por ciento (posición vigente).
86. La actual tasa de interés interbancaria corresponde a un nivel históricamente bajo (3,0 por ciento) y de estímulo monetario. Con la información disponible a la fecha de elaboración del presente Reporte, esta posición de política monetaria es consistente con la meta de inflación para los siguientes doce meses. A medida que surja nueva información sobre presiones inflacionarias o deflacionarias la posición de política monetaria se ajustará de manera anticipada y consistente con la meta de inflación.



# BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## ANEXO ESTADÍSTICO

### PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN: ENERO 2005 vs AGOSTO 2004

	2002	2003	2004 <sup>1/</sup>		2005 <sup>1/</sup>	
			Reporte Agosto 2004	Reporte Enero 2005	Reporte Agosto 2004	Reporte Enero 2005
<b>Var. % Real</b>						
1. Producto Bruto Interno	4,9	3,8	4,3	5,0	4,5	4,5
2. Demanda interna	4,0	3,3	4,0	3,8	4,3	4,5
<i>a. Consumo Privado</i>	4,4	3,1	3,5	3,3	4,0	3,8
<i>b. Consumo Público</i>	0,2	2,9	4,0	3,9	3,2	3,8
<i>c. Inversión Privada Fija</i>	0,1	5,4	9,1	9,4	7,2	8,0
<i>d. Inversión Pública</i>	-4,8	5,0	4,7	3,1	5,4	9,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	6,8	5,9	9,0	15,2	5,4	5,5
4. Importaciones de bienes y servicios	2,1	3,3	7,5	9,5	4,0	5,5
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	1,6	2,5	4,3	4,6	3,5	3,5
<b>Var. %</b>						
6. Inflación	1,5	2,5	3,5	3,5	2,5	2,3
7. Depreciación Nominal	2,3	-1,2	-0,9	-5,5	2,3	1,8
8. Depreciación Real (multilateral)	-0,6	7,5	-2,3	-1,3	2,1	0,5
9. Términos de Intercambio	2,8	1,4	7,2	8,0	-4,4	-2,6
<b>% del PBI</b>						
10. Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos	-2,0	-1,8	-0,5	0,0	-0,5	0,5
11. Balanza comercial	0,5	1,2	3,1	4,0	3,1	4,0
12. Financiamiento externo bruto del sector privado <sup>2/</sup>	4,7	3,2	2,8	3,5	2,8	0,9
13. Resultado Primario del Sector Público no Financiero	-0,1	0,4	0,7	1,0	1,3	1,2
14. Resultado Económico del Sector Público no Financiero	-2,3	-1,8	-1,4	-1,1	-1,0	-1,0
15. Ingresos Tributarios del Gobierno Central <sup>3/</sup>	11,9	13,0	13,4	13,3	13,5	13,2
16. Saldo de Deuda Pública Externa	36,7	37,6	34,6	34,8	33,9	31,5
<b>Var. % Nominal</b>						
17. Gastos No Financieros del Gobierno Central	2,3	7,6	8,1	8,7	6,3	5,5
18. Emisión Primaria promedio anual	15,8	7,4	16,5	18,8	8,0	11,0
19. Crédito al Sector Privado del Sistema Bancario	0,1	-4,3	4,7	-0,4	5,0	4,7

<sup>1/</sup> Proyección

<sup>2/</sup> Incluye inversión directa extranjera y desembolsos de largo plazo del sector privado.

<sup>3/</sup> Excluye Impuesto a las Acciones del Estado.