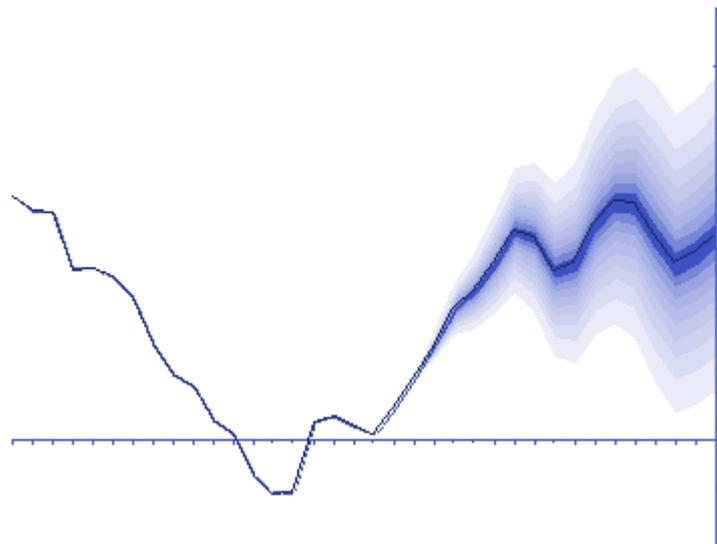

Reporte de Inflación: Evolución y Perspectivas

ENERO 2003



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

ENERO 2003

**Reporte de Inflación:
Evolución y Perspectivas**

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

REPORTE DE INFLACIÓN: EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS

CONTENIDO

INTRODUCCIÓN	4
I. INFLACIÓN EN EL AÑO 2002	5
II. ESCENARIOS PREVISIBLES DE INFLACIÓN	10
III. POLÍTICA MONETARIA.....	12
IV. ACTIVIDAD ECONÓMICA	21
V. BALANZA DE PAGOS	27
VI. FINANZAS PÚBLICAS	31
VII. BALANCE DE RIESGOS Y OPORTUNIDADES	33
ANEXO: PROYECCIONES DE LOS REPORTES DE INFLACIÓN	34

Enero 2003

INTRODUCCIÓN

Durante el año 2002, la política monetaria se orientó a combatir las presiones deflacionarias y recesivas existentes, mediante tasas de interés interbancarias menores (de 8,6 por ciento en el 2001 a 3,2 por ciento en el 2002) y un mayor volumen de liquidez. De esta manera, se cumplió con la meta de inflación anual de 2,5 por ciento con un margen de tolerancia de 1 punto porcentual hacia arriba y hacia abajo. Al finalizar el año, la tasa de inflación acumulada fue 1,52 por ciento, cercana al margen inferior del rango meta, y mayor a la tasa registrada en el 2001. Asimismo, el PBI habría crecido 4,9 por ciento.

La conducción monetaria enfrentó durante el tercer trimestre presiones cambiarias originadas en la pérdida de confianza de los inversionistas en los mercados de la región. Ante ello, se adoptaron medidas monetarias restrictivas y se intervino en el mercado cambiario para preservar la confianza en la moneda nacional, lo cual junto a una economía diferenciada por el ritmo de su actividad económica y un déficit fiscal controlado, permitió recuperar en un período corto condiciones de tasas de interés a la baja.

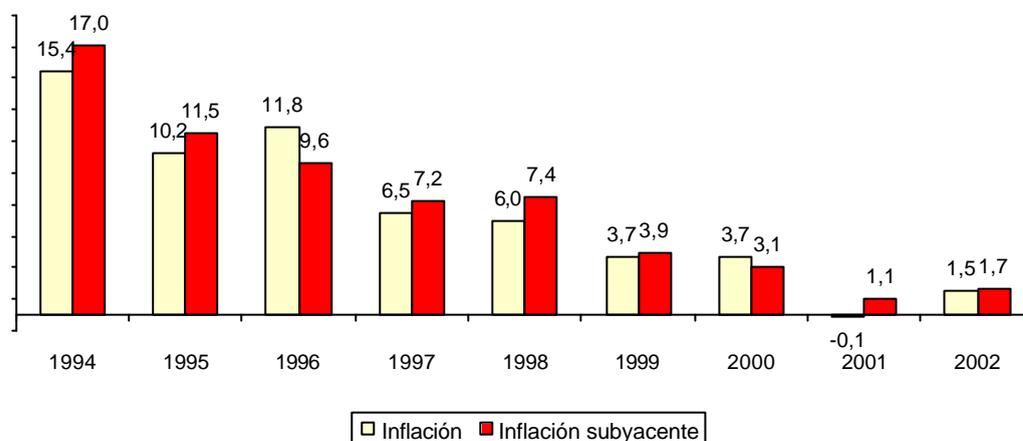
Para el 2003, las previsiones inflacionarias permiten mantener una posición flexible de la política monetaria, en un entorno de crecimiento del PBI. En este período, se tomarán en cuenta los riesgos asociados a la evolución de los precios internacionales del petróleo, aunque en un posible escenario con un mercado petrolero más estable y con mayores indicios de crecimiento de la economía mundial, se tendrían mejores condiciones para nuestras exportaciones y por ende para la actividad económica y el empleo.

A partir del Programa Monetario de enero del 2003, el Directorio del BCR empezó a anunciar sus decisiones de política monetaria en términos de las tasas de interés de las operaciones activas y pasivas del BCR con la banca. Estas tasas de interés fijadas por el BCR establecen un corredor de referencia para la tasa de interés interbancaria. Asimismo, mensualmente se continuará difundiendo el promedio diario de la liquidez disponible por los bancos que se proyecta para el mes.

I. INFLACIÓN EN EL AÑO 2002

1. En el 2002, la inflación acumulada, medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana, alcanzó una tasa de 1,52 por ciento, revirtiendo el registro negativo del 2001 (-0,13 por ciento). De esta manera, la inflación anual se ubicó en el rango meta establecido por la política monetaria. Por su parte, la tasa de inflación subyacente, indicador que excluye los productos con alta variabilidad en sus precios, fue 1,69 por ciento (1,06 por ciento en el 2001).

Gráfico 1
INFLACIÓN E INFLACIÓN SUBYACENTE
(Variación % acumulada)



2. La tasa de **inflación subyacente** fue 1,69 por ciento. Su componente de bienes creció 1,76 por ciento y el de servicios 1,57 por ciento. Entre los bienes, los alimentos procesados aumentaron 2,4 por ciento; en particular, cabe destacar el incremento de precios de pan (14 por ciento) y aceite (7 por ciento), lo que se explica por el aumento de las cotizaciones internacionales de trigo (30 por ciento) y aceite de soya (15 por ciento).
3. En los componentes **no subyacentes**, destaca el efecto del incremento de los precios de los combustibles, los que aumentaron 15,6 por ciento, en un período en el que el precio internacional del petróleo aumentó 50 por ciento en el año.

Cuadro 1
INFLACIÓN
(Variación % acumulada)

	Ponderación	2000	2001	2002
I. INFLACIÓN SUBYACENTE	68,3	3,11	1,06	1,69
Bienes	41,8	2,47	0,66	1,76
Alimentos agropecuarios	1,8	-1,42	-1,13	0,26
Alimentos procesados	16,7	0,96	-0,69	2,43
Bebidas	2,3	6,04	0,52	0,82
Textiles	5,5	3,06	2,02	1,24
Calzado	2,0	1,30	1,71	0,58
Aparatos electrodomésticos	1,0	1,83	-0,19	3,42
Resto de bienes industriales	12,5	4,77	2,39	1,54
Servicios	26,6	4,04	1,65	1,57
Comidas fuera del hogar	12,0	3,68	1,29	1,28
Educación	5,1	5,60	3,97	2,70
Otros servicios personales	3,5	2,82	1,08	0,28
Alquileres	2,3	3,43	-0,37	1,00
Salud	1,3	4,68	3,02	3,31
Resto de servicios	2,4	6,22	3,50	2,11
II. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	31,7	5,18	-2,82	1,16
Alimentos	14,8	-0,43	-1,16	-2,35
Combustibles	3,9	30,33	-13,14	15,60
Transportes	8,4	5,02	-0,02	0,11
Servicios públicos	4,6	5,13	-2,73	1,96
III. INFLACIÓN	100,0	3,73	-0,13	1,52

4. Los tres rubros con mayor incremento de precios explican 0,97 puntos porcentuales de la tasa anual de inflación, destacando el efecto de mayores precios internacionales del trigo y del petróleo, los que impactaron en el aumento del precio del pan y combustibles, rubros que contribuyeron con 0,50 y 0,47 puntos porcentuales del incremento del IPC, respectivamente. Por otro lado, los tres rubros que registraron la mayor disminución de precios contribuyeron con -0,63 puntos porcentuales de la variación del IPC, lo cual se explica principalmente por un incremento del volumen de actividad y del rendimiento de la oferta agropecuaria.

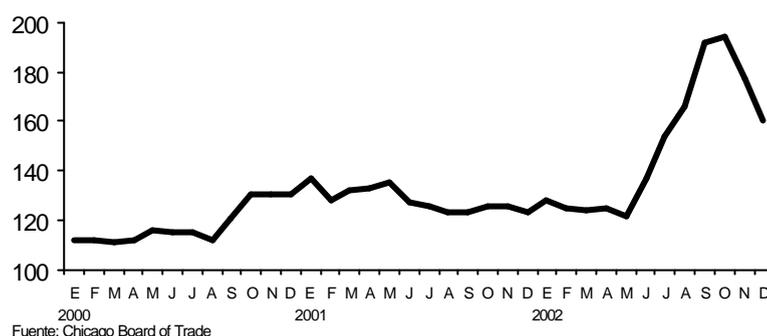
Cuadro 2
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: 2002
(Puntos porcentuales)

Rubros	Ponderación	Variación %	Contribución Positiva	Rubros	Ponderación	Variación %	Contribución Negativa
Pan	3,7	13,6	0,50	Carne de pollo	4,0	-7,8	-0,31
Kerosene	1,2	20,4	0,24	Papa	1,5	-11,4	-0,18
Gasolina	1,5	15,7	0,23	Arroz	2,3	-5,8	-0,14
Total			0,97				-0,63

Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática

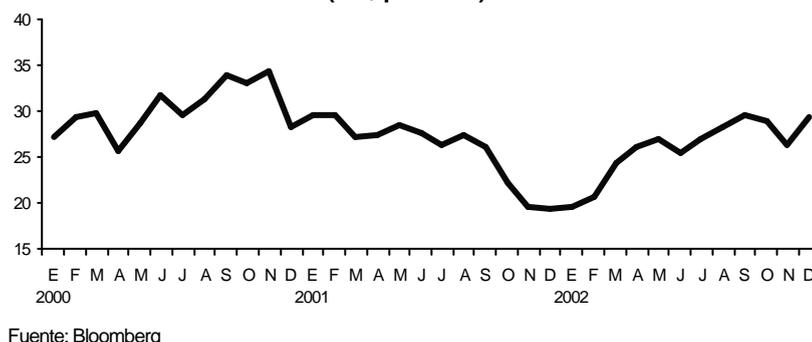
- El alza del precio de pan se concentró en setiembre y octubre (18,9 por ciento), lo cual fue revertido parcialmente con una reducción acumulada de 4,5 por ciento en noviembre y diciembre, debido esto último a la reducción de la cotización internacional del trigo en 17,6 por ciento durante este bimestre. Hasta octubre el precio del trigo en los mercados internacionales subió 58 por ciento, debido a sequías en los principales países productores (Australia, Canadá y los Estados Unidos de Norteamérica).

Gráfico 2
COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL TRIGO (HRW)
(US\$ por T.M.)



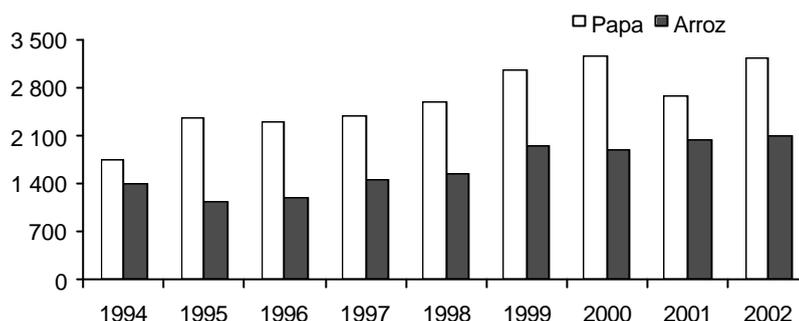
- Durante el año 2002, el precio de la gasolina aumentó 15,7 por ciento, el del kerosene 20,4 por ciento y el del gas 11,3 por ciento. En este período, el precio internacional del petróleo se elevó 50 por ciento en respuesta a los acuerdos de la OPEP sobre limitación de la oferta de petróleo y, hacia el final del año, por la incertidumbre asociada a un posible conflicto bélico en Irak y las restricciones a la exportación de crudo desde Venezuela. De esta manera, la cotización West-Texas por barril de crudo alcanzó US\$ 29 en diciembre, frente a US\$ 19 en diciembre de 2001. En la primera quincena de enero, el precio del petróleo ha llegado a US\$ 33 por barril debido al agravamiento de los dos factores antes mencionados. Influyeron también en el precio interno de los combustibles los incrementos en el impuesto selectivo al consumo (ISC). Así, el ISC promedio de los combustibles incorporados en el cálculo del IPC pasó de S/. 1,79 por galón en diciembre de 2001 a S/. 2,20 por galón al finalizar el año 2002 (incremento de 23 por ciento).

Gráfico 3
COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO WTI
(US\$ por barril)



- Las presiones a la baja de los precios de importantes productos agropecuarios como la papa y el arroz se vincula a un incremento en sus áreas sembradas en la campaña agrícola (9,4 y 6,2 por ciento, respectivamente) y, en el caso de la papa, al incremento en el rendimiento, el cual pasó de 12,5 toneladas por hectárea en el 2001 a 13,3 toneladas en el 2002. La mejora en la productividad en la agricultura ocurrió en un contexto de condiciones climáticas favorables.

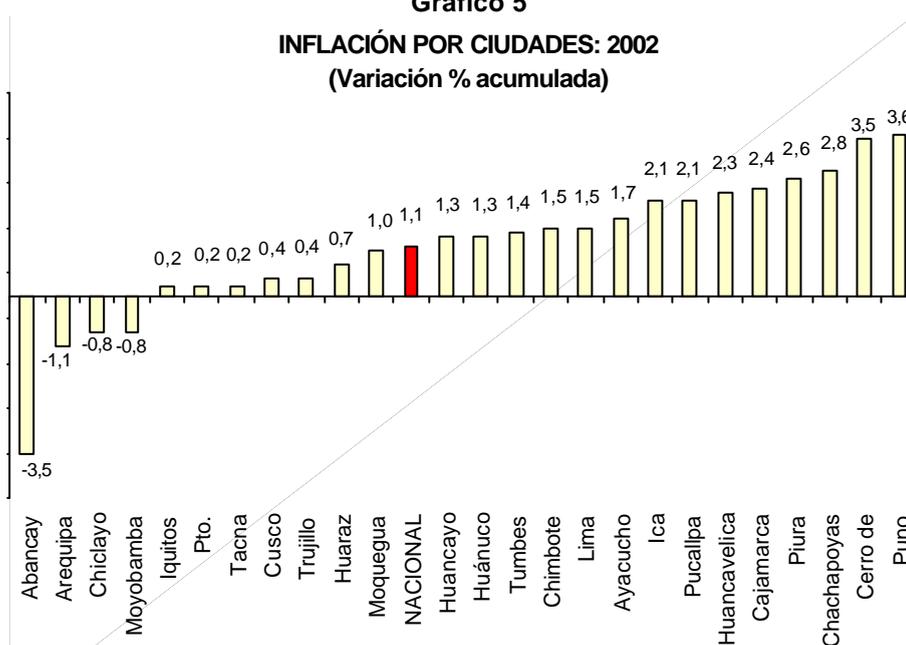
Gráfico 4
VOLÚMENES DE PRODUCCIÓN
(Miles de T.M.)



Fuente: Ministerio de Agricultura

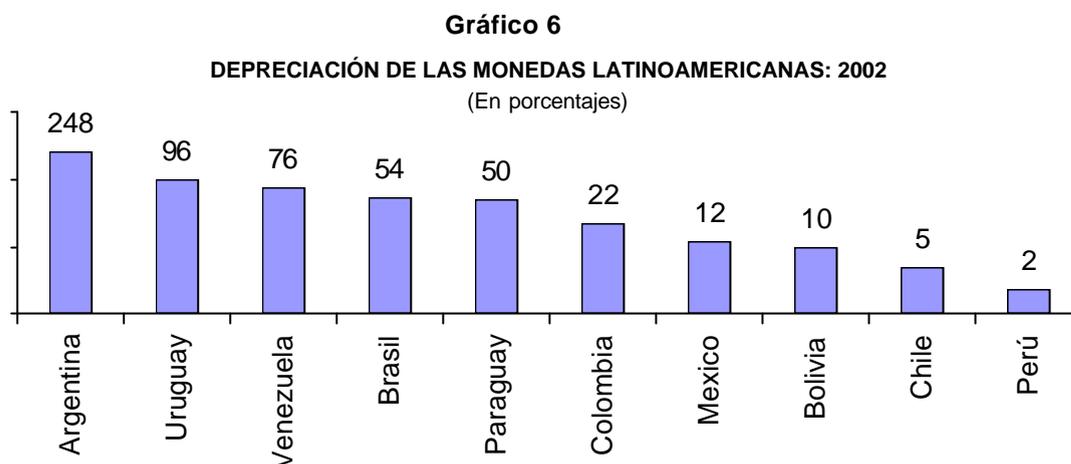
- Desde enero del 2003, el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) empezó a difundir un índice de precios al consumidor a nivel nacional, en base a los índices de precios correspondientes a 25 ciudades. De acuerdo a este indicador, el incremento de precios acumulado durante el 2002 fue de 1,1 por ciento, teniéndose que 11 ciudades, que representan 19 por ciento del gasto nacional urbano, tuvieron un incremento de precios menor que el promedio. Por otro lado, 14 ciudades, que explican 81 por ciento del gasto nacional tuvieron una inflación media mayor que el promedio. Cabe precisar que la ponderación de la ciudad de Lima equivale a 70 por ciento del total nacional.

Gráfico 5
INFLACIÓN POR CIUDADES: 2002
(Variación % acumulada)



Fuente : Instituto Nacional de Estadística e Informática

6. La evolución del tipo de cambio no ejerció presiones en los precios al consumidor, al registrarse un incremento nominal del tipo de cambio de 2,3 por ciento en el 2002, cerrando el año en S/. 3,52. Los componentes del índice de precios al consumidor más asociados al tipo de cambio como son los bienes transables aumentaron en conjunto 1,9 por ciento. El nuevo sol fue la moneda con la menor tasa de desvalorización durante 2002 en América Latina.



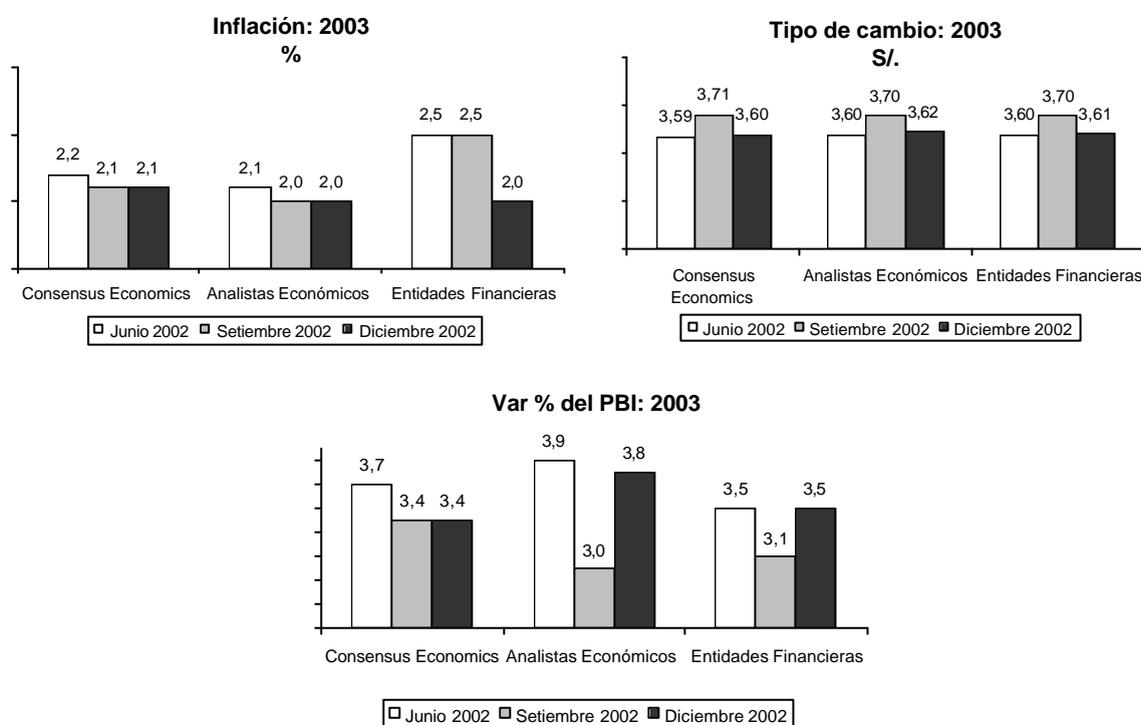
Fuente: FMI, Reuters, Bloomberg

7. Los factores que contribuyeron a la fortaleza del sol durante el 2002 fueron la evolución favorable de los precios y volúmenes de exportación, los que aumentaron 3,8 por ciento cada uno, y el incremento sustancial de los flujos de capitales privados. Los términos de intercambio aumentaron 2,6 por ciento en 2002, luego de caer 2 por ciento en el 2001 y en 16 por ciento entre 1997 y el 2000. El flujo de capitales privados de corto y largo plazo pasó de US\$ 2 006 millones en el 2001 a US\$ 2 267 millones en el 2002. A estos factores se agregan tanto la fortaleza de la moneda asociada al nivel de RIN del BCR y a su capacidad de intervención, cuanto el manejo más dinámico del endeudamiento público en los mercados internacionales.
8. La tasa de inflación local se vio favorecida por una baja tasa de inflación internacional medida en términos de dólares estadounidenses, originada en la desvalorización promedio de las monedas de nuestros principales socios comerciales con respecto al dólar. Así, el indicador de inflación externa de nuestros veinte principales socios comerciales fue negativa en 1,2 por ciento (-2,1 por ciento en el 2001). Sin embargo, al finalizar el año 2002 el Yen y el Euro se apreciaron significativamente debido a una percepción negativa en relación a la economía de los Estados Unidos de Norte América y la incertidumbre creada por los efectos de un posible conflicto bélico en Irak. Con ello, el Euro y el Yen se apreciaron 13 y 4 por ciento en el 2002, respectivamente.

II. ESCENARIOS PREVISIBLES DE INFLACIÓN

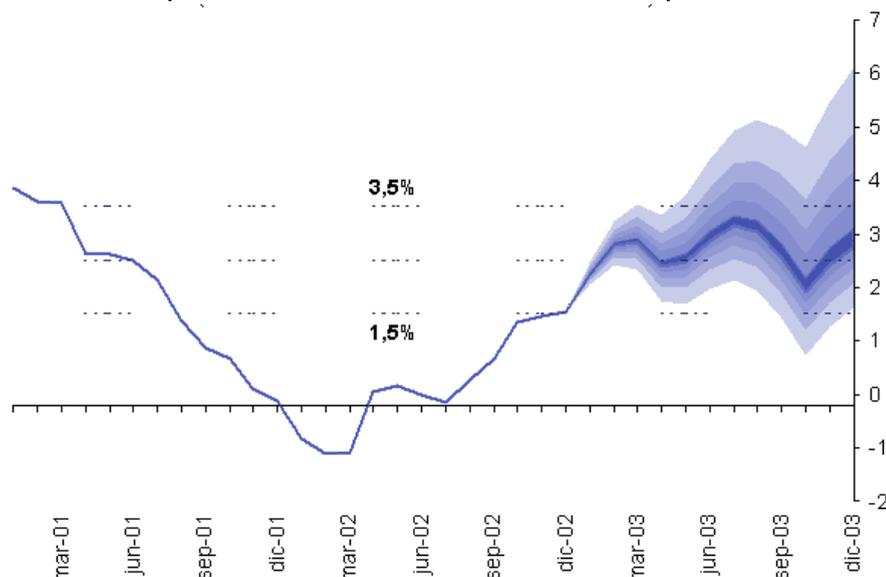
9. Para recoger las expectativas de inflación del mercado para el año 2003, se revisaron las encuestas del **Consensus Economics** y las desarrolladas por el BCR entre entidades financieras y analistas económicos. Con respecto a lo observado en setiembre, las expectativas de inflación se mantienen en 2,0 por ciento, en línea con la meta de inflación del BCR. Se observa además una reducción de la expectativa de tipo de cambio para el fin del 2003, de S/. 3,70 a S/. 3,61, revisión que reproduce la tendencia apreciatoria que se dio al final de 2002. Es de destacar que simultáneamente se han revisado hacia arriba los pronósticos de crecimiento del PBI para el año 2003, los que en promedio pasan de 3,2 a 3,6 por ciento.

Gráfico 7
EVOLUCIÓN DE LAS ENCUESTAS DE EXPECTATIVAS



10. El **escenario central** de las proyecciones del BCR para el 2003 muestra una tasa de inflación en el rango meta de la política monetaria y similar a la proyección presentada en el Reporte de Inflación de setiembre. En esta nueva proyección se han compensado entre sí los efectos de un mayor precio de los combustibles con el de un menor tipo de cambio. Sin embargo, el sesgo de la proyección, indicado por la concentración de las franjas de probabilidad alrededor de la proyección central, se encuentra al alza, debido a la incertidumbre existente sobre la evolución futura de los precios de los combustibles. La franja de color más acentuado indica el resultado más probable para el 2003, asumiendo que la posición de la política monetaria fijada por el Directorio por el BCR para enero de este año se mantuviera hasta fines del 2003.

Gráfico 8
PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN
 (Variación % acumulada del IPC a 12 meses)



11. Los principales elementos de esta proyección son:

- Los componentes del **índice de precios al consumidor no subyacente** aumentarían en 3,7 por ciento en el 2003, mayor al incremento considerado anteriormente (2,6 por ciento), debido principalmente a la revisión hacia arriba del precio internacional de los combustibles. La proyección del precio del crudo por barril al fin del año 2003 aumentaría de US\$ 24 a US\$ 26. Asimismo, los alimentos tomados en este índice aumentarían 3,5 por ciento (2,4 por ciento en la proyección de setiembre), tomando en cuenta el impacto de posibles desórdenes en el clima sobre el sector agropecuario.
- El **índice multilateral de precios externos**, medido en dólares, aumentaría 3,4 por ciento, frente a un incremento en 2,8 por ciento considerado en setiembre. La inflación externa reflejaría en el 2003 el efecto de la desvalorización del dólar, el cual se depreciaría en 3,0 por ciento respecto al Euro.
- La tasa de interés **LIBOR** a 3 meses seguirá manteniéndose en niveles bajos gracias a la inclinación expansiva de la política monetaria en los países desarrollados, la que se orienta a desactivar los riesgos de una deflación. Para el cuarto trimestre del 2003 se proyecta una tasa LIBOR de 2,0 por ciento, frente a la proyección anterior de 3,3 por ciento.
- La **brecha entre el nivel potencial y efectivo de actividad** continuará bajando en el 2003, en línea con la senda de recuperación de los ingresos y el empleo, y en respuesta a un escenario macroeconómico favorable de bajas tasas de interés sin presiones fiscales de financiamiento. Esta tendencia se ha venido dando junto a un incremento de la tasa de crecimiento del PBI potencial por la recuperación de los determinantes de la acumulación de capital y los incrementos de productividad.

Cuadro 3
SUPUESTOS EXTERNOS: 2003
(En porcentajes)

	2001	2002	2003
1. <u>Índice de inflación externa</u>	-2,1	-1,2	3,4
<i>sin Argentina</i>	-2,1	2,0	3,2
2. <u>Tasa de inflación 1/</u>			
Estados Unidos	2,8	1,6	2,2
Eurozona	2,5	2,2	1,7
Japón	-0,7	-0,9	-0,8
3. <u>Tipo de cambio fin de período</u>			
Euro / US\$	1,12	0,98	0,95
Yen / US\$	127,4	121,8	122,5
4. <u>Crecimiento del PBI</u>			
Economía Mundial	1,1	1,7	2,3
Principales socios comerciales 2/	1,6	1,6	2,6
Estados Unidos	0,3	2,4	2,7
Eurozona	1,4	0,8	1,4
5. <u>Términos de intercambio</u>	-1,95	2,64	0,81
6. <u>Tasa de interés</u>			
LIBOR a 3 meses (fin de período)	1,9	1,5	2,0
Bonos del Tesoro de EUA (10 años)	5,1	3,8	5,9

1/ Medida en la moneda del país. Datos promedio del período

2/ Promedio de los principales socios comerciales del Perú.

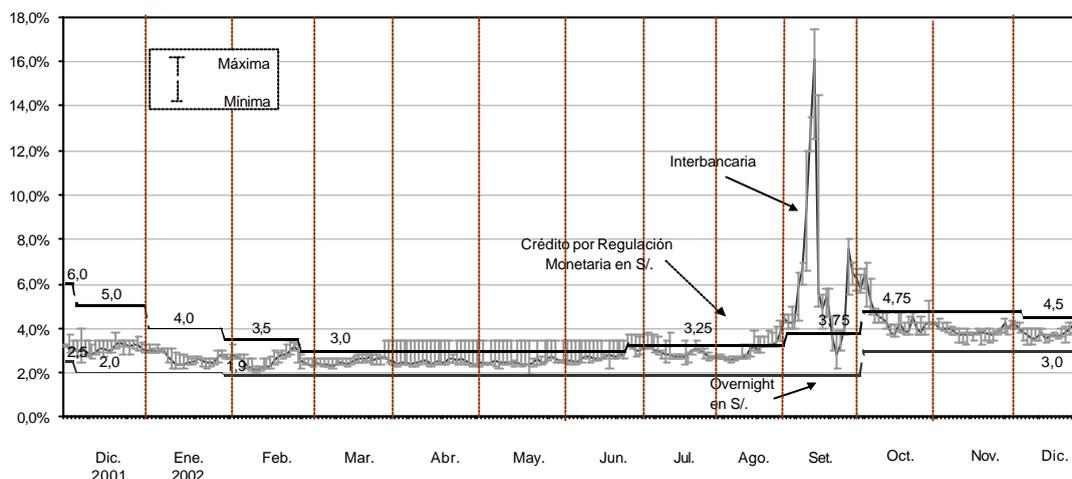
Fuente: Consensus Forecast y World Economic Outlook (FMI)

III. POLÍTICA MONETARIA

12. Las acciones de política monetaria aprobadas por el Directorio del BCR desde agosto del año 2001 se han orientado a revertir las condiciones deflacionarias prevalecientes. En este contexto, la adopción del esquema de metas explícitas de inflación desde el año 2002 ha contribuido a plantear la política monetaria de manera más transparente, asociándola más cercanamente al logro de la meta inflacionaria y tomando en cuenta los distintos balances entre las variables macroeconómicas.
13. Las decisiones monetarias permitieron que las tasas de interés del mercado interbancario bajen desde 8,4 por ciento en julio del 2001 a 3,1 por ciento en diciembre de dicho año, y hasta 2,6 por ciento en junio de 2002. A partir de julio de 2002, superados los riesgos de deflación, se empezó a tomar en cuenta los distintos escenarios de variabilidad financiera provocada por una mayor incertidumbre respecto a América Latina. En tal sentido, se tomaron acciones preventivas que elevaron la tasa de interés interbancaria a 2,9 por ciento en julio y a 5,4 por ciento en setiembre. Con la normalización de las condiciones prevalecientes en los

mercados financieros, se optó por crear las condiciones para la reducción de la tasa de interés interbancaria, la cual cerró el año en 3,8 por ciento.

Gráfico 9
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL



14. Las decisiones de política monetaria fueron comunicadas durante el año 2002 en términos de un rango para el saldo de las cuentas corrientes que la banca dispone en el Banco Central. Hasta diciembre se empleó esta variable como meta operativa de la política monetaria, para guiar las operaciones de inyección y esterilización monetaria e influir así en la tasa de interés interbancaria. Sin embargo, durante el año se observó en seis ocasiones que el resultado de la liquidez se encontró fuera del rango anunciado, lo que se produjo tanto por cambios en la demanda de liquidez de los bancos para cumplir con su requerimiento de encaje en moneda nacional, cuanto por cambios en la composición de los fondos de encaje entre fondos en bóveda y depósitos en la cuenta corriente en el BCR. Para reducir la incertidumbre en el cálculo de la composición del encaje, el BCR aprobó en setiembre que se tomara en cuenta para cada mes el nivel de fondos en bóveda del mes previo, facilitándose de esta forma el cálculo del volumen de cuenta corriente por cada banco.
15. Con el fin de dar una mayor claridad en el mensaje de la política monetaria, el Directorio del BCR aprobó que las decisiones del Programa Monetario desde enero de 2003 se comuniquen en términos de las tasas de interés activas y pasivas de las operaciones monetarias del Banco Central con la banca, esto es, la tasa de interés que se aplica a los créditos de regulación monetaria y a las compras directas y temporales de títulos valores, y la correspondiente a los depósitos *overnight*. En segundo término, se aprobó difundir la proyección del nivel de liquidez disponible de la banca para cada mes con la finalidad de orientar al mercado sobre el volumen de operaciones monetarias del mes. Estos cambios buscan dar un énfasis directo en la tasa de interés que puede influir el BCR y a reducir la variabilidad de la tasa de interés del mercado. Se mantiene sin embargo, la provisión por la que la tasa de interés de las operaciones activas se igualará a la tasa de interés del mercado interbancario cuando esta última supere a la tasa de interés activa anunciada por el Banco Central. Con ello se busca reducir el impacto de una presión transitoria y significativa sobre los mercados cambiarios *spot* y *forward* de dólares.

Recuadro 1

COMUNICADO DEL PROGRAMA MONETARIO DE ENERO

Nota de Prensa


DIRECTORIO DEL BCR APROBÓ PROGRAMA MONETARIO PARA EL MES DE ENERO DE 2003

1. El Directorio del BCR aprobó reducir de 4,50 a 4,25 por ciento la tasa de interés para los créditos de regulación monetaria y operaciones de compra directa temporal de títulos valores, manteniendo en 3,0 por ciento la tasa de interés de los depósitos *overnight*. Para este mes se proyecta un saldo promedio de las cuentas corrientes de la banca en el BCR de S/. 170 a S/. 190 millones, tomando en cuenta la menor demanda de liquidez que estacionalmente se observa en los meses de enero. Se precisa que la tasa de interés para los créditos de regulación monetaria y operaciones de compra directa temporal de títulos valores será igual a la tasa de interés del mercado interbancario cuando esta última supere 4,25 por ciento.
2. Las decisiones de política monetaria se orientan a lograr que la inflación acumulada anual sea 2,5 por ciento, con un rango de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo. En el 2002 la tasa de inflación fue de 1,52 por ciento, en el margen inferior de la meta del BCR. Para el 2003, las encuestas a las entidades financieras y analistas económicos revelan una tasa de inflación esperada de 2 por ciento y una elevación del tipo de cambio de 3 por ciento.
3. Hasta octubre del 2002, el crecimiento anual del PBI ha llegado a 4,7 por ciento y el de la demanda interna a 3,9 por ciento. Para el 2003 se mantienen perspectivas favorables sobre la evolución de la actividad económica, en un entorno de baja inflación. Así, las encuestas a las entidades financieras y analistas económicos muestran un crecimiento del PBI de 3,5 por ciento en el 2003.
4. En el corto plazo, la principal fuente de riesgo inflacionario es el alza del precio internacional del petróleo, el que aumentó 15 por ciento en diciembre en un entorno externo volátil. Sin embargo, en la medida que esta alza no se replique en el resto de precios internos, no se requeriría una acción compensatoria de la política monetaria.
5. Las tasas de interés para las operaciones en dólares del BCR son:
 - a. Créditos de regulación monetaria: LIBOR a un mes más un punto porcentual
 - b. Depósitos *overnight*: tasa equivalente al promedio que el BCR obtiene en el exterior por depósitos de la misma naturaleza.
6. El cronograma de las sesiones en las que el Directorio aprobará el Programa Monetario del mes es el siguiente:

6 de febrero	6 de marzo	3 de abril	8 de mayo	5 de junio	3 de julio
7 de agosto	4 de setiembre	2 de octubre	6 de noviembre	4 de diciembre	
7. El BCR difundirá su **Reporte de Inflación** en las siguientes fechas:

31 de enero	30 de mayo	29 de agosto
-------------	------------	--------------

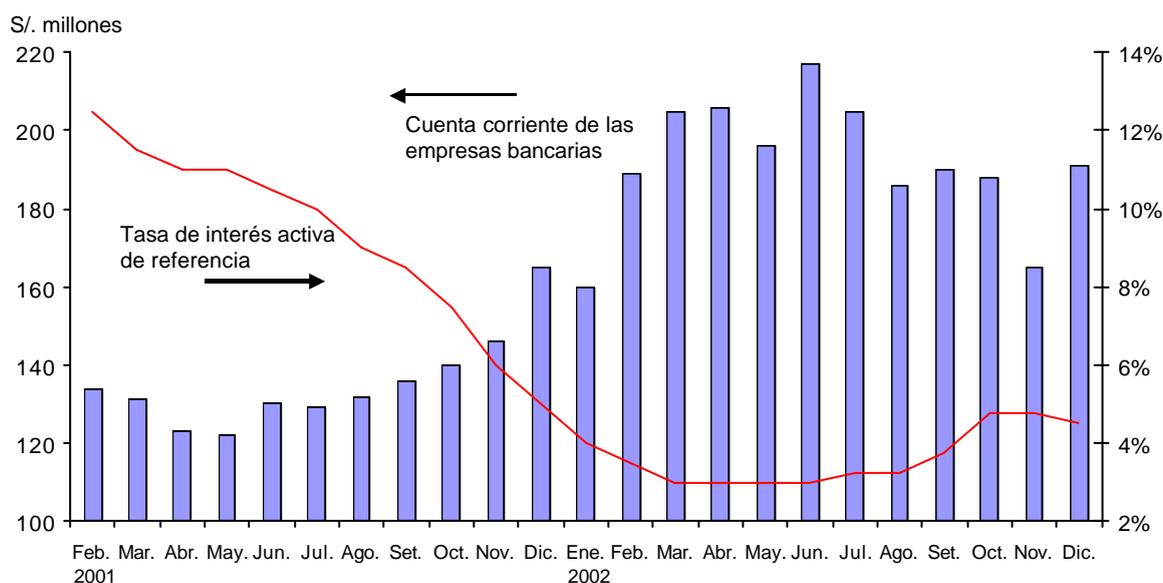
6 de enero de 2003

Cuadro 4
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

	Tasas de interés (%)			Tope de liquidez bancaria (Mill.S/. por día)		
	Depósitos Overnight	Créditos de Regulación Monetaria	Resultado de la Tasa de Interés Interbancaria	Nivel Mínimo	Nivel Máximo	Resultado Promedio
Dic. 2001	2.0	5.0	3,1	150	160	165
Ene.2002	2.0	4.0	2,7	160	170	160
Feb.	1,9	3,5	2,6	160	170	189
Mar.	1,9	3,0	2,5	185	195	205
Abr.	1,9	3,0	2,5	205	215	206
Mav.	1,9	3,0	2,5	205	215	196
Jun.	1,9	3,0	2,6	195	205	217
Jul.	1,9	3,25	2,9	205	215	205
Ago.	1,9	3,25	2,9	190	210	186
Set.	1,9	3,75	5,4	175	195	190
Oct.	3,0	4,75	4,6	180	200	188
Nov.	3,0	4,75	3,9	170	190	165
Dic.2002	3,0	4,50	3,8	180	200	191
Ene.2003	3,0	4,25		170	190	

16. Durante el año 2002, la tendencia de la tasa de interés interbancaria respondió principalmente a los cambios en el volumen de la liquidez generados por las operaciones monetarias del BCR. Asimismo, durante el 2002 se continuó reduciendo la variabilidad de la tasa de interés interbancaria, la que pasó de 0,9 puntos porcentuales en el 2001 a 0,5 puntos porcentuales en el 2002. Esto permite que esta tasa de interés se vuelva más predecible y relevante para la formación de las demás tasas de interés en moneda nacional, en las entidades bancarias y no bancarias, así como a las de corto y largo plazo.

Gráfico 10
CUENTA CORRIENTE Y TASA DE INTERÉS ACTIVA DE LAS OPERACIONES MONETARIAS DEL BCR



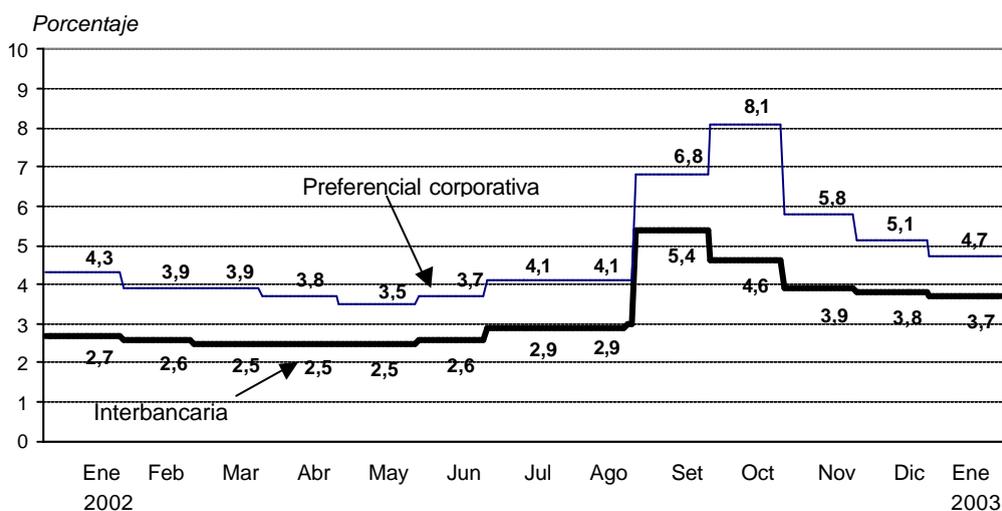
Cuadro 5
NIVEL Y VARIABILIDAD DE LA TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA^{1/}
(En puntos porcentuales)

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

1/ La desviación estándar para el año se calcula como el promedio de las desviaciones estándar mensuales del año

17. El comportamiento de la tasa de interés interbancaria influyó en el sentido esperado sobre el resto de tasas de interés en soles de los bancos. El gráfico 11, muestra la clara asociación entre la tasa de interés interbancaria y la tasa de interés correspondiente a los créditos a clientes de bajo riesgo.

Gráfico 11
TASAS DE INTERÉS PROMEDIO MENSUAL EN MONEDA NACIONAL



Cuadro 6
TASAS DE INTERÉS PARA OPERACIONES EN MONEDA NACIONAL
(En porcentajes)

	2001				2002			
	mar	jun	set	dic	mar	jun	set	dic
1. Interbancaria	10,3	16,0	5,9	3,1	2,5	2,6	5,4	3,8
2. Depósitos de ahorro	6,8	6,3	5,2	3,0	1,8	1,7	1,7	1,7
3. Activa preferencial	12,4	13,2	9,4	5,0	3,9	3,7	6,8	5,1
4. Activa promedio hasta 360 días	21,3	21,2	19,4	17,2	15,5	14,1	14,0	14,8
5. Saldo de CDBCRP	12,6	12,4	10,8	7,5	5,4	4,8	4,1	4,7

18. Durante el año 2002, el BCR intervino en el mercado cambiario con compras y ventas de dólares en el mercado *spot*, cumpliendo con su estrategia de evitar fluctuaciones transitorias y significativas del tipo de cambio, debido a que estos movimientos pueden tener un impacto negativo sobre la estabilidad financiera. Así, mientras que en el segundo trimestre se adquirió US\$ 90 millones, en el cuarto se vendió US\$ 127 millones. Adicionalmente, en el mes de julio, el Directorio del BCR aprobó la creación de certificados de depósito con un valor ajustado según la evolución del tipo de cambio (CDR), instrumento que permite atenuar la presión por moneda extranjera cuando surge un incremento de demanda de dólares *forward* a la banca. Entre los meses de agosto y diciembre se colocaron S/. 319 millones, de los cuales S/. 83 millones vencieron en enero de 2003, sin que haya sido necesario renovarlos.
19. Durante enero y febrero, el nuevo sol tendió a depreciarse como impacto de la crisis argentina. Ello se observa en las mayores operaciones de ventas de divisas a futuro, cuyo saldo neto aumentó de US\$ 586 millones al cierre del 2001 a US\$ 740 millones a fines de febrero. En este entorno, el nuevo sol inició el año depreciándose 0,7 por ciento entre enero y febrero. En contraste, entre marzo y abril, la moneda tendió a apreciarse por efecto de la disminución de la demanda de divisas a futuro cuyo saldo neto se redujo a US\$ 705 millones a fin de abril.

Gráfico 12

TIPO DE CAMBIO VENTA INTERBANCARIO
(Nuevos Soles por dólar)



20. A partir de mayo, la incertidumbre en los mercados de la región vinculada al proceso electoral en Brasil impulsó tanto la demanda de ventas *forward* de dólares, con un incremento de su saldo neto a US\$ 1 017 millones en setiembre, cuanto la demanda de depósitos en moneda extranjera de las AFP locales, cuyo saldo aumentó de US\$ 167 millones en abril a US\$ 449 millones en setiembre. Durante este periodo, los movimientos del tipo de cambio de la moneda peruana se asociaron cercanamente a los del real brasileño. Entre mayo y setiembre, la moneda se depreció 6 por ciento, alcanzando la máxima cotización del año el 5 de setiembre (S/. 3,65 por dólar).

Gráfico 13
POSICIÓN DE CAMBIO, SALDO NETO FORWARDS Y DEPÓSITOS DE AFPs EN US\$
 (Millones de US\$)

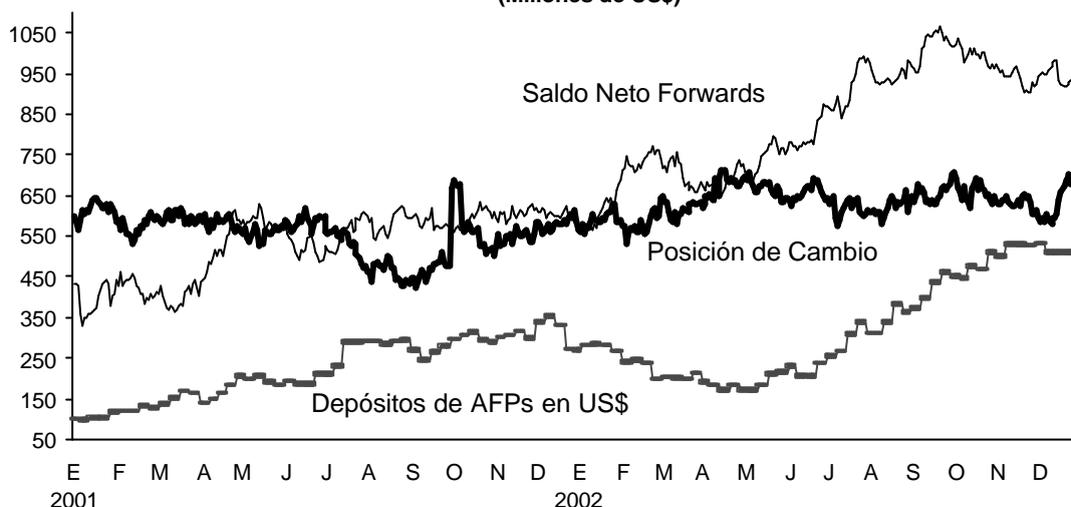
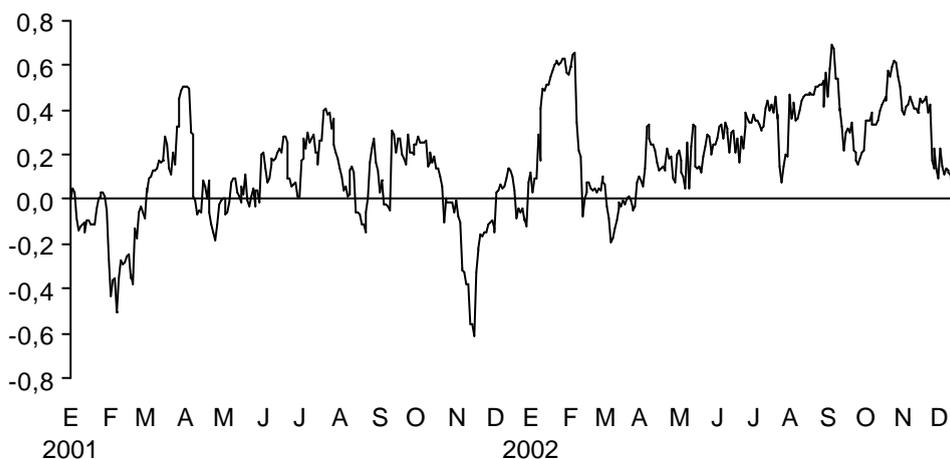
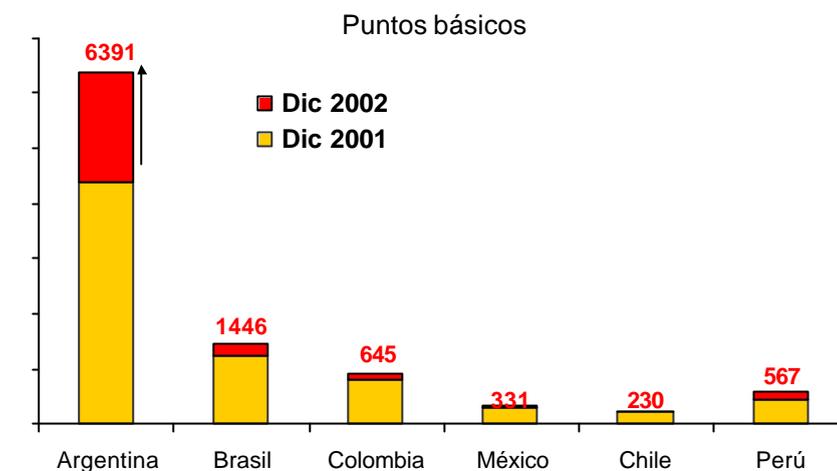


Gráfico 14
COEFICIENTE DE CORRELACIÓN MÓVIL
Sol Peruano y Real Brasileño



21. En el último trimestre del año, la percepción de riesgo sobre las economías de la región se movió favorablemente. En particular la economía peruana empezó a mostrar signos crecientes de diferenciación, en base a su mayor actividad productiva, baja inflación, finanzas públicas bajo control y altas reservas internacionales. Por ello, el *spread* del conjunto de bonos soberanos peruanos bajó de 8,2 puntos porcentuales en agosto a 6,2 puntos porcentuales en diciembre, lográndose el 25 de noviembre la colocación de bonos soberanos a cinco años por US\$ 500 millones a una tasa efectiva de 9,35 por ciento. En este entorno, la moneda peruana se apreció 3,5 por ciento en el cuarto trimestre.

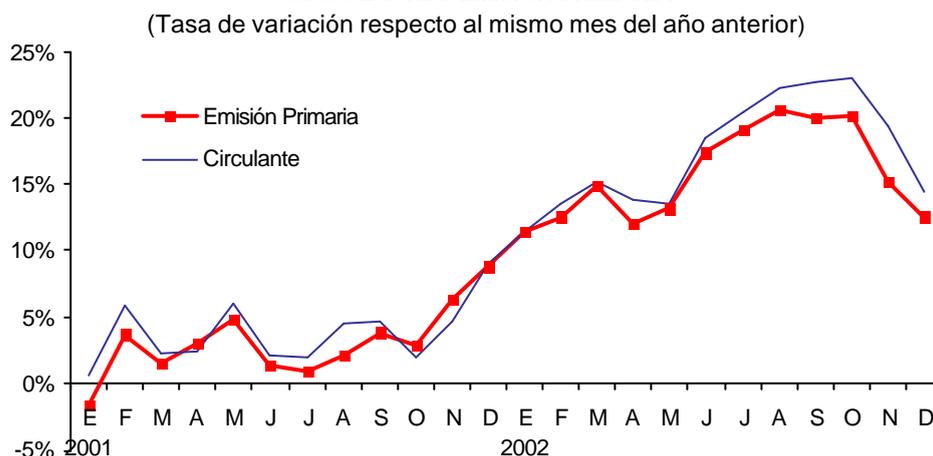
Gráfico 15
SPREAD DE BONOS SOBERANOS



Fuente: Reuters

22. Las menores tasas de interés impulsaron el crecimiento de los **agregados monetarios** más líquidos, en particular el del circulante, el cual registró una tasa de crecimiento anual de 14 por ciento, frente a una de 9 por ciento en el 2001. El mayor grado de liquidez de los activos del sector privado fue un factor que contribuyó a dinamizar el gasto y las ventas. Es de resaltar que el mayor incremento de los agregados monetarios se fue desacelerando en el último trimestre del año, por el efecto de la elevación transitoria de tasas de interés entre setiembre y octubre.

Gráfico 16
CIRCULANTE Y EMISIÓN PRIMARIA



23. El crédito en soles del sistema financiero al sector privado creció 10,6 por ciento en 2002, tasa mayor a la del año anterior (9,3 por ciento); en tanto que el crédito en dólares continuó descendiendo (-4,1 por ciento en 2001 y -2,9 por ciento en el 2002). De esta manera, el crédito total del sistema financiero al sector privado pasó de caer 3,5 por ciento en 2001 a crecer 1,7 por ciento en 2002, con lo que se empezó a revertir la tendencia decreciente de los últimos 3 años. El cambio de la tendencia

del crédito total se ha producido en un entorno de mejora tanto de la calidad de la cartera de préstamos bancarios (la cartera pesada bajó de 9 por ciento en diciembre del 2001 a 8 por ciento en noviembre de 2002); cuanto de los indicadores de rentabilidad bancaria (aumento de 4,5 por ciento del patrimonio en el 2001 a 6,7 por ciento a noviembre de 2002).

24. Se proyecta que el saldo a diciembre de la liquidez en soles crecería 12 por ciento en el 2003, en tanto que la liquidez en dólares lo haría en 2,1 por ciento. De esta manera, el aumento de la demanda de moneda nacional sería superior al de moneda extranjera, lo que estaría asociado a la estabilidad de los mercados financieros locales. El crédito en soles del sistema financiero al sector privado crecería 13,5 por ciento, en tanto que en dólares crecería 5 por ciento. De esta manera, se espera un mayor dinamismo del crédito al sector privado en el 2003.

Cuadro 7

TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DE LA LIQUIDEZ Y DEL CRÉDITO

(Var.% a doce meses de los saldos a fin de período)

	Dic. 2000	Dic. 2001	Dic. 2002	Dic. 2003
1. Circulante	-2,0	9,0	13,5	9,2
2. Liquidez en soles	2,5	13,5	10,1	12,0
3. Crédito en soles				
Sistema bancario	0,9	2,7	7,2	11,3
Sistema financiero ^{1/}	5,5	9,3	10,6	13,5
4. Crédito en US\$				
Sistema bancario	-4,5	-3,8	-3,4	5,1
Sistema financiero ^{1/}	-2,2	-4,1	-2,9	5,0

1/ Comprende a entidades financieras bancarias y no bancarias.

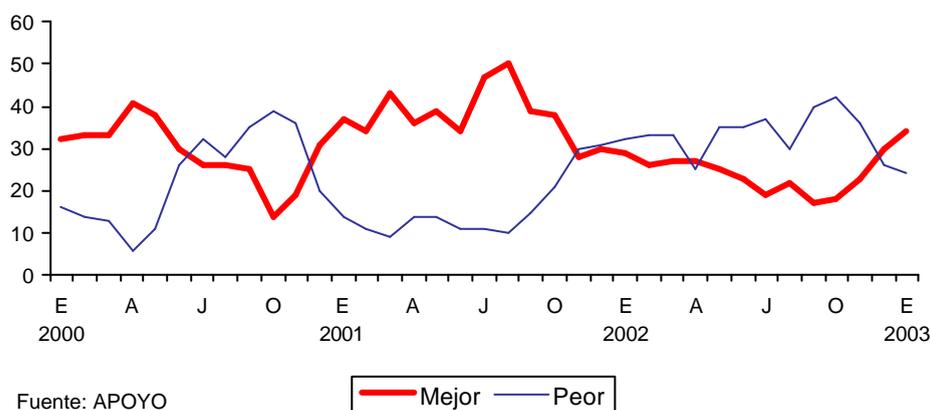
25. Para el año 2003 se proyecta un crecimiento de 8 por ciento del saldo promedio de emisión primaria. Esta proyección se sustenta en:

- Crecimiento de 6,8 por ciento del PBI nominal (4,0 por ciento en términos reales)
- Aumento del multiplicador bancario en 2,5 por ciento. Esto se debe a que la preferencia por circulante caería en 2003, asociado a que las tasas de interés en este año serían superiores a las de 2002.
- Reducción de la velocidad de circulación del sol, reflejando la creciente confianza en la moneda doméstica, lo que estaría asociado a las menores expectativas de depreciación de la misma respecto al dólar.

IV. ACTIVIDAD ECONÓMICA

26. Entre enero y noviembre de 2002, el PBI registró un crecimiento de 4,8 por ciento, proyectándose un crecimiento anual de 4,9 por ciento. Destaca en el año 2002, el impulso del gasto de **consumo privado** y de las **exportaciones**, los que habrían crecido 4,1 por ciento y 5,7 por ciento, respectivamente.
27. El consumo privado empezó a mostrar signos de recuperación desde el cuarto trimestre de 2001, lo cual se explica por la mejora paulatina de las perspectivas de mejora de ingreso (el ingreso nacional disponible habría crecido 4,3 por ciento en el 2002), el incremento del empleo y el mayor dinamismo del crédito al consumo. Así, la proporción de consumidores encuestados por la empresa APOYO que considera que sus ingresos mejorarían en los siguientes doce meses, empezó a crecer, en especial desde el mes de setiembre de 2002, llegando a superar la porción que reportaba una disminución futura de ingresos. Por su parte, el empleo en Lima Metropolitana aumentó 3,7 por ciento comparando diciembre de 2002 con diciembre de 2001, con un incremento simultáneo de la tasa de participación de la PEA, lo cual se produce en períodos de crecimiento en el ciclo económico. Otros indicadores del repunte del consumo privado son el crecimiento de la venta de vehículos nuevos en 6 por ciento durante el 2002 y el crecimiento de las importaciones de bienes de consumo en 13 por ciento en el cuarto trimestre.

Gráfico 17
SITUACIÓN ECONÓMICA FAMILIAR EN LOS PRÓXIMOS DOCE MESES
 (En porcentajes)

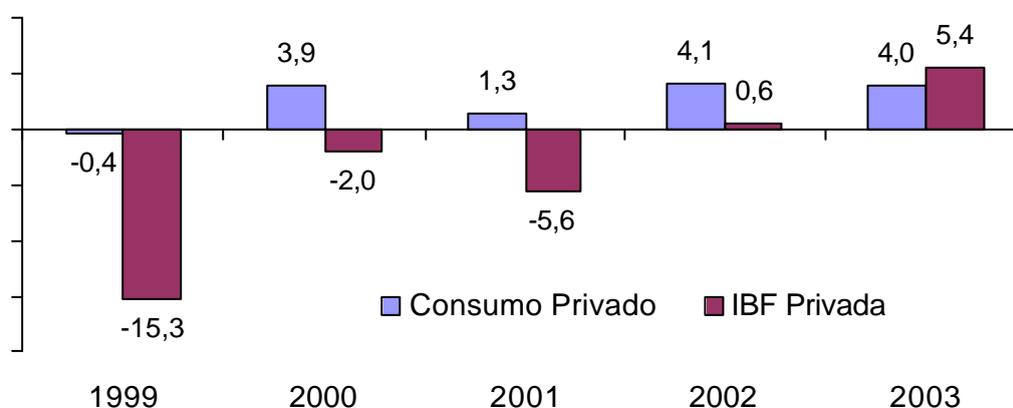


28. El volumen de las exportaciones de bienes y servicios creció 5,7 por ciento en el 2002, destacando el incremento del volumen de exportaciones tradicionales, con un dinamismo importante en los casos del volumen exportado de cobre (25,7 por ciento) y oro (10,6 por ciento).
29. La inversión bruta interna habría crecido 6 por ciento en el 2002, frente a una disminución de 8 por ciento en el 2001. Por un lado, la inversión bruta fija del sector privado habría aumentado 1 por ciento y, por otro, el dinamismo de las ventas ha llevado a un incremento de los inventarios desde un equivalente 0,1 por ciento del

PBI en el 2001 a 0,9 por ciento en el 2002. La inversión fija empezó a mostrar aumento desde el tercer trimestre, luego de 8 trimestres de caída, y se reflejó en el incremento de la actividad de construcción en el año (8,2 por ciento) y la dinámica de las importaciones de bienes de capital desde el tercer trimestre. Cabe destacar que en marzo se redujo la tasa arancelaria de 12 a 7 por ciento a 1 248 partidas de bienes de capital. Adicionalmente, en setiembre se rebajó a 4 por ciento el arancel a 178 partidas de bienes de capital. La evolución favorable de la actividad de inversión se vio reflejada en el incremento en 19 por ciento del número de empresas constituidas y en 18 por ciento de los aumentos de capital registrados hasta el mes de noviembre por la Superintendencia Nacional de Registros Públicos (Sunarp).

30. Para el **2003** se proyecta un crecimiento del PBI de 4,0 por ciento, impulsado por el dinamismo de las exportaciones y el consumo privado. Se proyecta que las **exportaciones de bienes y servicios** crezcan 6 por ciento, destacando el incremento del volumen de exportaciones de harina de pescado (11,1 por ciento), cobre (6,5 por ciento) y oro (3,2 por ciento), así como el del valor real de las exportaciones no tradicionales (15,4 por ciento), originado por el Acuerdo de Promoción Comercial Andina y de Erradicación de la Droga (ATPDEA). El **consumo privado** mantendría similar ritmo de crecimiento al del año 2002, impulsado por el aumento del empleo en 2 por ciento, del ingreso nacional disponible en 4 por ciento y por el menor costo de los fondos prestables para los créditos de consumo e hipotecarios. Se proyecta un incremento de la inversión fija privada en 5,4 por ciento en el 2003, en base al crecimiento de las utilidades de las empresas, las que para el caso de la industria manufacturera que cotizan en bolsa han aumentado en 100 por ciento hasta setiembre, las mayores oportunidades de inversión vinculadas al mercado externo (ATPDEA) e interno (por mayor consumo), así como por la continuación de proyectos de mayor envergadura, como es el caso de Camisea, Southern y Yanacocha.

Gráfico 18
CONSUMO E INVERSIÓN PRIVADA
(Variaciones % reales)



31. **La inversión pública** crecería 5,9 por ciento en el 2003 después de tres años consecutivos de caída. Habría un incremento en el gasto en proyectos de inversión financiados con recursos externos de US\$ 350 millones en el 2002 a US\$ 450 millones el 2003. Entre los principales proyectos de inversión pública destacan la rehabilitación y reconstrucción de infraestructura (S/.189 millones), rehabilitación y mejoramiento de las carreteras Tingo María-Aguaytía (S/.172 millones) y Chalhuanca-Abancay (S/.140 millones), rehabilitación de caminos vecinales (S/. 77 millones), rehabilitación de carreteras del sur (S/. 55 millones), mantenimiento de caminos rurales (S/. 40 millones) y las líneas de transmisión Chulucanas-Morropón-Huancabamba (S/. 29 millones) y Huallanca-Sihuas-Tayabamba (S/. 18 millones).

Cuadro 8
DEMANDA Y OFERTA GLOBAL
(Variaciones % reales)

	2000	2001	2002		2003
			Ene. - Set.	Año	
I. DEMANDA GLOBAL (1 + 2)	3,2	0,4	4,2	4,5	4,0
1. Demanda Interna	2,4	-0,7	3,7	4,3	3,6
a. Consumo privado	0,9	1,3	3,8	4,1	4,0
b. Consumo público	5,1	-0,5	3,7	2,7	1,6
c. Inversión bruta interna	-3,7	-8,0	3,3	6,1	3,1
- Privada	-2,0	-5,6	-0,5	0,6	5,4
- Pública	-15,4	-19,0	-6,3	-8,8	5,9
2. Exportaciones	7,9	6,9	6,9	5,7	6,2
II. OFERTA GLOBAL (3 + 4)	3,2	0,4	4,2	4,5	4,0
3. Producto Bruto Interno	3,1	0,2	4,7	4,9	4,0
4. Importaciones	3,6	1,6	1,0	2,4	4,3

Cuadro 9
INGRESO NACIONAL DISPONIBLE
(Variaciones % reales)

	2001	2002		2003
		Ene. - Set.	Año	
I. Producto Bruto Interno (PBI)	0,2	4,7	4,9	4,0
II. Producto Nacional Bruto (PNB) 1/	0,9	4,4	4,5	3,5
III. Ingreso Nacional Bruto (IN) 2/	-0,2	4,2	4,6	4,0
IV. Ingreso Nacional Disponible (IND) 3/	-0,2	3,9	4,3	4,0

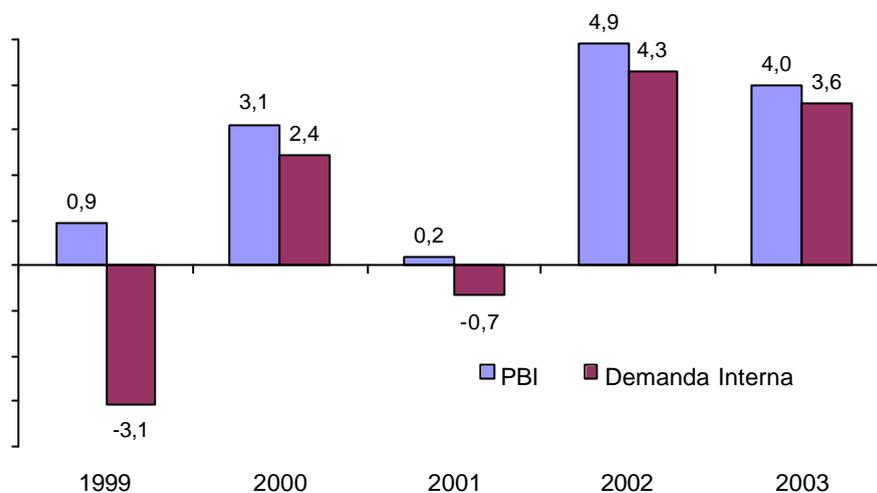
1/ Excluye del PBI, la renta neta pagada a factores productivos no residentes.

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.

Gráfico 19

PBI y Demanda Interna: 1999-2003
(Variaciones % reales)



32. En el 2002, el PBI de los sectores primarios aumentó en 6,0 por ciento y el de los no primarios en 4,6 por ciento. Por el lado de los sectores primarios destacó el impacto de las operaciones de Antamina, que explica 0,8 puntos porcentuales del crecimiento anual del PBI. Por el lado de la actividad de los sectores no primarios, destaca el crecimiento del sector construcción (8 por ciento) y el de la manufactura no primaria (5 por ciento).

La dinámica del sector minero se refleja en el incremento del volumen de exportación en 4,8 por ciento. Por su parte, la mayor actividad de la construcción y la manufactura se asocian al incremento de la demanda interna (4,3 por ciento), en particular del consumo privado (4,0 por ciento).

Cuadro 10

PRODUCTO BRUTO INTERNO
(Variaciones porcentuales)

	2000	2001	2002		2003
			Ene.-Nov.	Año	
Agropecuario	6,2	-0,6	5,1	5,0	3,8
Pesca	9,1	-13,3	0,2	4,1	2,3
Minería e hidrocarburos	2,4	11,2	12,6	11,6	4,1
Manufactura	6,7	-1,1	3,5	3,9	4,5
Construcción	-4,3	-6,0	8,3	8,2	5,5
Comercio	5,1	0,0	3,2	3,4	5,0
Otros servicios	1,8	0,4	4,4	4,5	3,4
PBI	3,1	0,2	4,8	4,9	4,0
Sectores primarios	5,6	1,9	6,2	6,0	4,0
Sectores no primarios	2,6	-0,2	4,5	4,6	3,9

33. Las principales características de la proyección del crecimiento del PBI por sectores productivos en el 2003 son:

- **En el sector agropecuario** se considera la presencia de un evento “Niño” de intensidad débil, que proporcionará condiciones climáticas favorables para cultivos intensivos en agua como el arroz, con alto requerimiento de intensidad solar y resistentes a la abundancia de agua como el maíz amarillo duro y la caña de azúcar. Sin embargo, se registraría una disminución en la producción de algodón.
- **En el sector pesca**, la ocurrencia del Niño y el consiguiente calentamiento del mar aumentarían la disponibilidad de especies como jurel y caballa (para consumo humano directo) y atraerían especies como atún, perico y pota. De otro lado, se prevé en este escenario una extracción de anchoveta de 7,5 millones de TM (menor en 6 por ciento respecto al 2002).
- **El sector minería e hidrocarburos** crecería 4,1 por ciento, impulsado por la mayor producción de: cobre por el aumento de la producción de concentrados de Southern por la ampliación de la unidad de Toquepala y por el reinicio de las operaciones de BHP Billiton Tintaya hacia el segundo semestre; oro por la mayor extracción de Yanacocha; y zinc por la recuperación de Volcan, que sufrió los efectos de huelgas en el 2002.
- **El sector manufacturero** crecería 4,5 por ciento correspondiendo tasas de 4,3 por ciento a la industria procesadora de recursos primarios y de 4,5 por ciento a la manufactura no primaria.

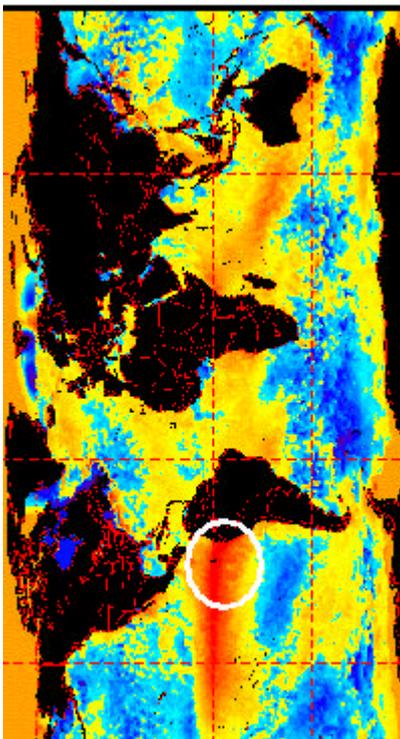
La mayor producción de la industria procesadora de recursos primarios reflejaría la mayor disponibilidad de caña de azúcar y de cobre (en este último caso influiría adicionalmente la normalización de la producción de la refinería de Cajamarquilla que el 2002 paralizó por cerca de tres meses). En la industria pesquera disminuiría la producción de harina de pescado en línea con la disponibilidad de anchoveta, lo cual se compensaría con una mayor producción de conservas y congelado.

El desarrollo de la manufactura no primaria de 4,5 por ciento se daría en un contexto de crecimiento del empleo; bajos niveles de las tasas de interés que seguirán impulsando el consumo; los efectos positivos de la mayor actividad del sector construcción, así como por los beneficios derivados de la extensión del acuerdo comercial ATPDEA con los Estados Unidos.

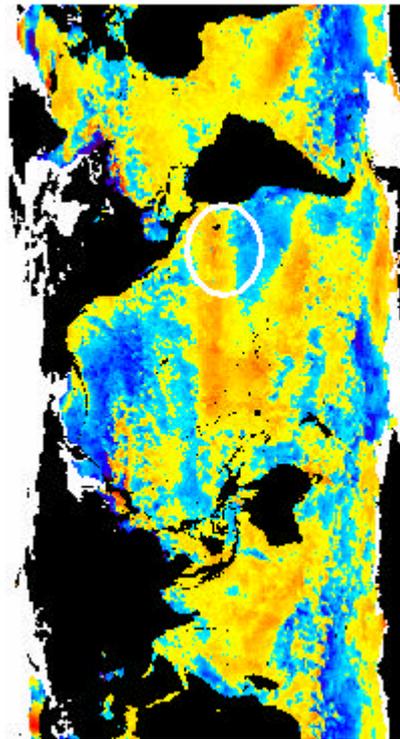
- **El sector construcción** registraría un crecimiento de 5,5 por ciento en el 2003, impulsado por los programas habitacionales y un mayor dinamismo de la inversión privada. La banca proyecta un crecimiento de los créditos hipotecarios similar al registrado en el 2002, del orden del 12 por ciento. La meta del Fondo Mivivienda es otorgar 8 mil créditos en el 2003, percibiéndose un importante interés de las entidades financieras por participar en este segmento. En el caso del Programa Techo Propio la meta es entregar 25 mil bonos hasta diciembre de 2003, equivalentes a igual número de viviendas.

Gráfico 20 Temperatura Oceánica

Enero 1998



Enero 2003

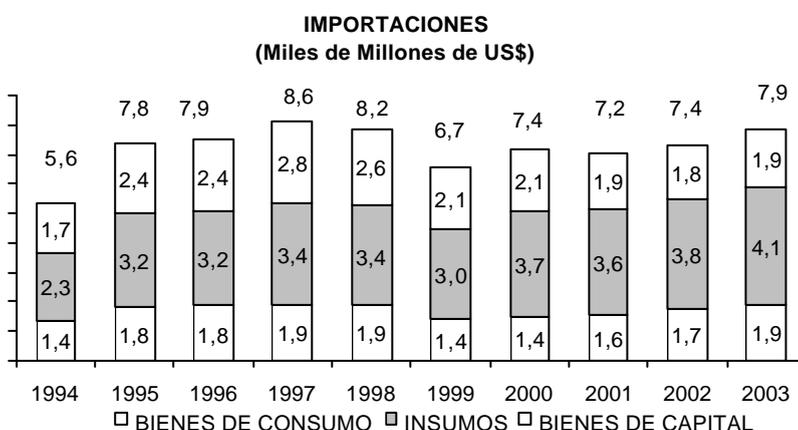


Fuente: Administración Nacional Oceanográfica y Atmosférica (NOAA)

V. BALANZA DE PAGOS

34. La **balanza comercial** en el 2002 alcanzaría un superávit de US\$ 246 millones, lo cual representaría un aumento de US\$ 336 millones respecto al déficit del 2001. Esta mejora refleja principalmente el crecimiento de las exportaciones tradicionales (12 por ciento) y la caída de las importaciones de bienes de capital (4 por ciento). En el **2003**, la balanza comercial alcanzaría un superávit de US\$ 585 millones, lo cual representa un incremento de US\$ 339 millones.
35. Las **exportaciones** en el año 2002 presentarían un crecimiento de 8 por ciento (US\$ 7 679 millones), debido principalmente al aumento de las exportaciones tradicionales. Las mayores exportaciones mineras (17 por ciento) se asocian al inicio de operaciones de Antamina en el segundo semestre del 2001, en tanto que el aumento de las exportaciones de petróleo y derivados (12 por ciento) es consecuencia de mayores precios. Para el año **2003**, se prevé un crecimiento para las exportaciones de 11 por ciento, alcanzando un nivel de US\$ 8 530 millones. Tal crecimiento estaría impulsado por las mayores exportaciones de productos pesqueros y mineros (12 por ciento) y de productos no tradicionales (15 por ciento), por la implementación del ATPDEA.

Gráfico 21



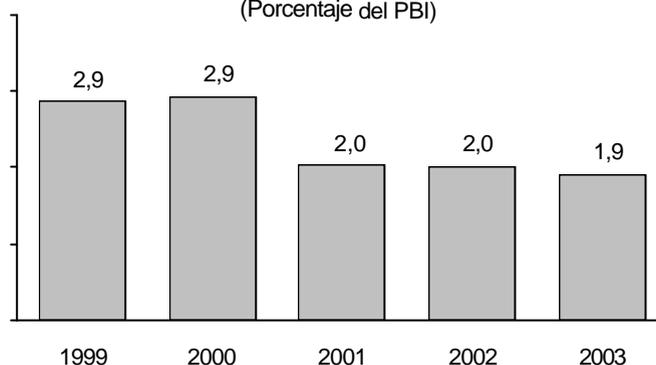
Cuadro 11
BALANZA COMERCIAL
(Millones de U.S. dólares)

	2000	2001	2002		2003	Var. %	
			Ene-nov.	Año		2002	2003
1. EXPORTACIONES	7 034	7 108	6 939	7 679	8 530	8,0	11,1
Productos tradicionales	4 821	4 743	4 810	5 313	5 776	12,0	8,7
Productos no tradicionales	2 044	2 181	2 025	2 254	2 602	3,4	15,4
Otros	169	184	104	112	153	-39,0	36,1
2. IMPORTACIONES	7 351	7 198	6 754	7 433	7 945	3,3	6,9
Bienes de consumo	1 446	1 567	1 581	1 743	1 870	11,2	7,3
Insumos	3 655	3 607	3 460	3 770	4 058	4,5	7,6
Bienes de capital	2 109	1 911	1 645	1 845	1 921	-3,5	4,1
Otros bienes	142	113	69	75	96	-33,2	27,3
3. BALANZA COMERCIAL	- 317	- 90	185	246	585	372,7	138,1

36. Las **importaciones** en el 2002 presentan un crecimiento de 3 por ciento, debido al menor ritmo de demanda interna registrado durante el primer trimestre del año. Dicho comportamiento estaría reflejado principalmente en la reducción anual de 4 por ciento en las importaciones de bienes de capital. Para el 2003 las importaciones presentarían un crecimiento de 7 por ciento, lideradas por las importaciones de bienes de consumo (7 por ciento) e insumos (8 por ciento), en línea con la mejoría de la actividad económica. Las importaciones de bienes de capital, en el contexto de un mejor ambiente de negocios, crecerían 4 por ciento. Dentro de este rubro destacarían particularmente las importaciones de bienes de capital para la industria (5 por ciento).
37. Los **términos de intercambio** aumentarían 0,8 por ciento por efecto de un incremento de precios de exportaciones en 3,4 por ciento, compensado por mayores precios de importación en 2,5 por ciento.
38. El déficit en **cuenta corriente** de la balanza de pagos ascendió a US\$ 1 137 millones en el año 2002 (2,0 por ciento del PBI). Agregando a este déficit la amortización de la deuda pública y privada (US\$ 935 millones y US\$ 1 171 millones, respectivamente), el requerimiento de financiamiento bruto alcanzó a US\$ 3 243 millones, el cual fue cubierto por financiamiento proveniente del sector privado (US\$ 2 267 millones) y del sector público no financiero (US\$ 1 961 millones).
39. En el sector privado destacan transacciones por US\$ 1 300 millones de operaciones singulares como fue la adquisición del 29 por ciento de acciones del grupo cervecero Backus (US\$ 657 millones), la capitalización de líneas de créditos concedidas por el banco matriz al Banco Wiese-Sudameris (US\$ 483 millones) y la capitalización de operaciones de expansión realizadas por la empresa de comunicación celular TIM (US\$ 199 millones).

40. En el sector público, US\$ 352 millones correspondieron a desembolsos vinculados a inversiones, US\$ 984 millones a colocación neta de bonos (US\$ 500 millones en febrero y US\$ 484 millones en noviembre) y US\$ 625 millones a desembolsos de libre disponibilidad de organismos multilaterales. La acumulación de RIN fue de US\$ 985 millones.

Gráfico 22
DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE
(Porcentaje del PBI)



41. En el 2003, el déficit en la cuenta corriente ascendería a US\$ 1 134 millones (1,9 por ciento del PBI), generando un requerimiento financiero de US\$ 3 126 millones cuando se toma en cuenta los pagos de amortización.

Cuadro 12
REQUERIMIENTO DE FINANCIAMIENTO DE LA BALANZA DE PAGOS
(Millones de US dólares)

	2001	2002		2003
		Ene-set	AÑO	
1. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	- 1 094	- 798	- 1 137	- 1 134
% del PBI	- 2,0	- 1,9	- 2,0	- 1,9
2. AMORTIZACIÓN	- 1 797	- 1 533	- 2 106	- 1 992
a. Sector público no financiero	- 769	- 656	- 935 ^{1/}	- 1 111
b. Sector privado	- 1 028	- 878	- 1 171	- 881
3. FINANCIAMIENTO BRUTO (=1-2)	2 891	2 332	3 243	3 126
A. FLUJO DE RESERVAS NETAS DEL BCR (-:AUMENTO)	- 433	- 1 244	- 985	- 40
B. FINANCIAMIENTO AL SECTOR PÚBLICO	1 318	1 293	1 961	1 800
C. FINANCIAMIENTO AL SECTOR PRIVADO ^{2/}	2 006	2 283	2 267	1 366

1/ Excluye US\$ 902 millones del swap de Bonos Brady

2/ De corto y largo plazo

El financiamiento privado bruto alcanzaría US\$ 1 366 millones, destacando las siguientes operaciones: Camisea (US\$ 500 millones), Alto Chicama (US\$ 150 millones), TIM Perú (US\$ 120 millones), Lima Airports Partners (US\$ 100 millones), Cerro Lindo (US\$ 30 millones), Transmantaro (US \$60 millones), Quellaveco (US\$ 50 millones), San Gregorio (US\$ 50 millones), Nextel (US\$ 45 millones), Conga (US\$ 30 millones) y Empresas Eléctricas (US\$ 30 millones).

En el lado del sector público se proyecta un flujo de desembolsos externos de US\$ 1 800 millones, incluyendo US\$ 450 millones para proyectos. La acumulación de RIN sería US\$ 40 millones.

42. La solidez del sector externo se ha venido reflejando en el nivel y flujo de reservas internacionales netas, las que alcanzaron US\$ 9 598 millones al final del 2002, mayores en US\$ 985 millones a las del año anterior. Los indicadores de solidez externa han mostrado mejoras en el 2002, con una ampliación de la cobertura de vencimientos de amortización y adeudado de corto plazo y disminuciones en los ratios de endeudamiento y de servicio de deuda externa. Se proyecta para el 2003 el mantenimiento o mejora en estos indicadores.

Cuadro 13
INDICADORES DE VULNERABILIDAD EXTERNA

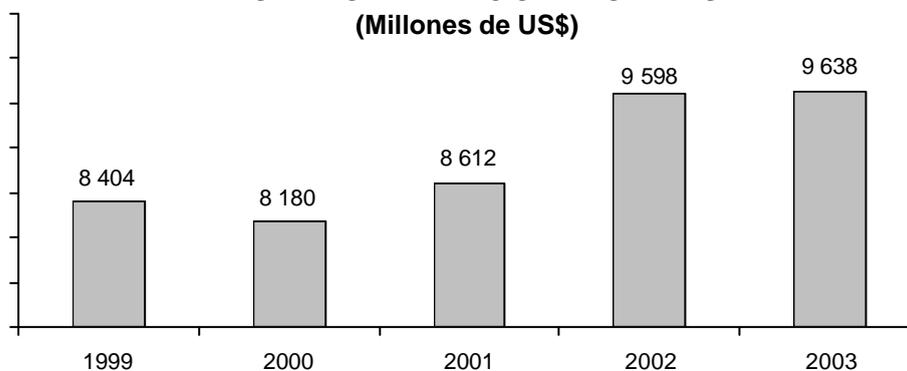
	2001	2002	2003
RIN /Deuda a un año (Número de veces) 1/	1,6	2,1	2,1
RIN (Número de meses de importaciones de bienes)	14	15	15
Deuda externa total (% PBI)	51	49	48
Deuda pública externa (% PBI)	35	36	35
Servicio de la deuda externa total (% exportaciones de bienes y servicios) 2/	39	37	34
Servicio de la deuda pública externa (% exportaciones de bienes y servicios) 2/	23	22	22

1/ Deuda de corto plazo y compromisos de amortización de la deuda de mediano y largo plazo para los siguientes doce meses.

2/ En el año 2002 excluye la operación de canje de deuda.

Gráfico 23

RESERVAS INTERNACIONALES NETAS
(Millones de US\$)



VI. FINANZAS PÚBLICAS

43. La política fiscal diseñada para el 2002 se orientó a brindar un impulso moderado a la demanda a fin de contrarrestar las tendencias recesivas que se venían dando en los últimos años. Esta estrategia se adoptó de manera temporal, con miras a asegurar una reducción paulatina del déficit fiscal. Se estima que el impulso fiscal en el 2002 fue equivalente a 0,4 por ciento del PBI, lo cual se revertirá a -0,2 por ciento del PBI en el 2003.
44. En el **2002** el déficit del Sector Público Consolidado ascendería a 2,3 por ciento del PBI, implicando un requerimiento financiero de US\$ 2 345 millones, que se cubrió principalmente con desembolsos externos (US\$ 1 961 millones).

Cuadro 14
SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO

	2001	2002		2003
		Ene-Set.	Año	
Porcentaje del PBI				
I. Ingresos corrientes	14,1	14,1	14,2	14,2
de los cuales: Ingresos Tributarios 1/	12,0	11,6	11,8	12,3
II. Gastos No Financieros	-14,9	-14,2	-14,6	-14,3
III. Otras Entidades Públicas	0,7	0,4	0,2	0,3
IV. Intereses	-2,2	-2,0	-2,1	-2,1
RESULTADO ECONÓMICO (I+II+III+IV)	-2,3	-1,8	-2,3	-1,9
Millones de US\$				
I. Resultado Económico	-1 276	- 757	-1 271	-1 155
II. Amortización total	- 899	- 761	-1 074	-1 473
III. Requerimiento Financiero	2 175	1 518	2 345	2 627
- Financiamiento Externo	1 318	1 293	1 961	1 800
- Financiamiento Interno 2/	857	225	384	827

1/ Excluye Impuesto Extraordinario a los Activos del Estado.

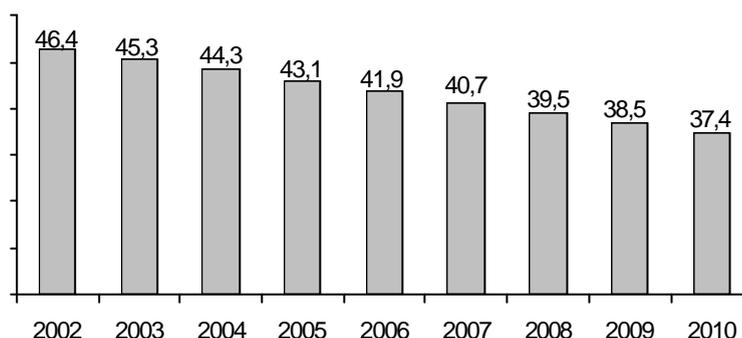
2/ Privatizaciones, emisiones de bonos internos y movimientos en las cuentas en el sistema bancario.

45. El déficit económico en el año **2003** se reduciría a 1,9 por ciento del PBI, por efecto tanto de las medidas tributarias que permitirían un incremento de 6,7 por ciento en los ingresos del gobierno central, cuanto de un manejo responsable del gasto no financiero, el que aumentaría 4,5 por ciento en términos nominales. Los ingresos corrientes del gobierno central ascenderían a 14,2 por ciento del PBI mientras que los gastos no financieros llegarían a 14,3 por ciento del PBI. La proyección de ingresos toma en cuenta las medidas aplicadas en el segundo semestre del 2002, así como el efecto del anticipo del pago a cuenta del impuesto a la renta, el incremento en la tasa marginal del impuesto a personas naturales y la prórroga del Impuesto Extraordinario de Solidaridad, medidas que en conjunto equivalen a 0,5 por ciento del PBI. Simultáneamente se ha considerado en la proyección la eliminación del Impuesto a las Acciones del Estado (IAE).
46. El requerimiento financiero fiscal en el 2003 sería de US\$ 2 627 millones, mayor en US\$ 282 millones respecto al del 2002. Ello obedece a los mayores pagos de amortización externos (US\$ 176 millones) e internos (US\$ 224 millones). Para cubrir este monto se proyecta un escenario de financiamiento con desembolsos de

libre disponibilidad (incluyendo emisiones de bonos externos) por US\$ 1 350 millones y emisiones internas de bonos por el equivalente a US\$ 420 millones. En particular, cabe destacar los preparativos del Ministerio de Economía y Finanzas para el desarrollo de un mercado local de deuda, lo que permitirá diversificar las fuentes de financiamiento fiscal y a la vez promover la creación de una curva de rendimientos en moneda nacional.

47. El saldo de deuda pública total (externa e interna) se proyecta alcance 46 por ciento del PBI en el 2002 y 45 por ciento en el 2003, con el componente de deuda externa pasando de 36,1 por ciento a 35,4 por ciento del PBI en igual lapso. Los análisis de sostenibilidad fiscal indican que para evitar un aumento de la carga del servicio de intereses en los próximos años, en un escenario de crecimiento del PBI de 5 por ciento y una tasa de interés para el endeudamiento de 9 por ciento, el resultado primario del gobierno general debe aumentar gradualmente, desde 0,2 por ciento del PBI en el 2003 a alrededor de 1 por ciento. Esta tendencia permitirá reducir el saldo de la deuda pública a 37 por ciento del PBI en el 2010.

Gráfico 24
SALDO DE LA DEUDA PÚBLICA, 2002 - 2010
(Porcentaje del PBI)



48. Este tipo de análisis es sensible a los supuestos de crecimiento del PBI y de tasa de interés de los nuevos desembolsos, por lo que se plantea una matriz de posibilidades para el resultado primario consistente con la sostenibilidad fiscal. Como se puede observar, a tasas de crecimiento de PBI mayores y con tasas de interés más bajas el ratio de superávit primario que hace sostenible las cuenta fiscales puede ser más bajo. Asimismo, cabe anotar que en estos escenarios el nivel de superávit primario no alcanza niveles extremos, demostrando la existencia de un nivel manejable de deuda pública.

Cuadro 15
ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DEL SUPERÁVIT PRIMARIO SOSTENIBLE
(Porcentaje del PBI)

Var % PBI	Tasa de Interés de los nuevos desembolsos				
	6,5%	7,5%	8,5%	9,5%	10,5%
3,5%	0,8	1,1	1,4	1,6	1,9
4,0%	0,6	0,9	1,2	1,5	1,7
4,5%	0,4	0,7	1,0	1,3	1,5
5,0%	0,2	0,5	0,9	1,1	1,4

VII. BALANCE DE RIESGOS Y OPORTUNIDADES

49. Entre los factores de riesgo que pueden inducir cambios en el escenario económico supuesto para la proyección central de inflación en 2003 se encuentran:

- Magnitud del Fenómeno de El Niño mayor a la esperada. Ello reduciría la oferta de alimentos, elevando transitoriamente los precios, y elevaría los costos de distribución de mercaderías. En este caso, el Banco Central no modificaría su posición monetaria, a menos que estos incrementos afecten la dinámica de los demás precios de la economía.
- La posibilidad de un conflicto bélico en el Medio Oriente. Esto afectaría el mercado mundial de petróleo, lo que tendría impacto sobre el precio de este bien. La magnitud del impacto dependería de la duración del conflicto. En el corto plazo, el precio del petróleo crudo se elevaría por encima de lo proyectado, presionando al alza al nivel general de precios. Sin embargo, este incremento podría ser transitorio y no transmitirse a los otros precios, por lo cual no se requeriría cambiar la posición de la política monetaria.
- Recuperación económica mundial menor a la esperada. Esto toma en cuenta que los indicadores sobre la evolución económica futura de Estados Unidos no son concluyentes en cuanto a una pronta recuperación. La posibilidad de un incremento del precio internacional del petróleo crudo también incidiría negativamente sobre la recuperación de los principales mercados. Una menor recuperación de la actividad económica mundial tendría impacto negativo sobre la demanda externa. En este caso, el Banco Central adoptaría una posición monetaria más flexible.
- Inestabilidad en los mercados financieros de la región. Persiste aún cierta incertidumbre sobre la evolución futura de la economía brasileña y argentina, y el impacto que ésta pueda tener sobre los mercados financieros. De observarse eventos similares a los registrados durante 2002 en estas economías, el Banco Central podría adoptar transitoriamente un control monetario menos flexible para atenuar la volatilidad en los mercados financieros domésticos.

50. Por otro lado, las acciones sincronizadas en el campo de las políticas macroeconómicas en los países desarrollados, podrían afianzar el crecimiento de la economía mundial por encima de lo contemplado en este informe. En este ambiente la economía peruana se beneficiaría, con mayores precios y volúmenes de exportación. Internamente, un crecimiento más generalizado de inversiones, incluyendo la vinculada a infraestructura, aceleraría el crecimiento potencial y efectivo de la economía, lo cual es compatible con la meta de inflación de la política monetaria.

ANEXO: PROYECCIONES DE LOS REPORTES DE INFLACIÓN

	2001	2002				2003
		Programa Monetario	Reporte Junio	Reporte Setiembre	Reporte Enero	Reporte Enero
Var. % Real						
1. Producto Bruto Interno	0,2	3,5	3,7	3,7	4,9	4,0
2. Demanda Interna	-0,7	3,4	3,4	3,3	4,3	3,6
3. Consumo Privado	1,3	2,8	3,3	3,6	4,1	4,0
4. Inversión Fija Privada	-5,6	4,9	4,2	1,0	0,6	5,4
5. Exportaciones de Bienes y Servicios	6,9	6,0	5,6	5,6	5,7	6,2
6. Crecimiento de nuestros socios comerciales	1,6	1,6	2,0	1,4	1,6	2,6
Var. %						
7. Inflación Acumulada	-0,1	2,5	2,0	2,0	1,5	2,5
8. Depreciación Nominal Acumulada	-2,4	2,5	2,6	4,5	2,3	3,1
9. Depreciación Real Acumulada (multilateral)	-4,3	2,6	-0,4	1,8	-0,5	4,0
10. Términos de Intercambio	-2,0	1,2	4,6	3,2	2,6	0,8
% del PBI						
11. Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos	-2,0	-2,4	-2,0	-2,2	-2,0	-1,9
12. Balanza comercial	-0,2	0,2	0,7	0,5	0,4	1,0
13. Flujo de Capitales Privados brutos sin privatización	3,2	2,9	2,6	3,6	4,2	1,8
14. Resultado Primario del Sector Público	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,2
15. Resultado Económico del Sector Público	-2,3	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-1,9
16. Ingresos Tributarios del Gobierno Central ^{1/}	12,0	11,9	12,0	11,9	11,8	12,3
17. Saldo de deuda Pública Externa	35,1	34,8	33,8	36,6	36,1	35,4
Var. % Nominal						
18. Gastos No Financieros del Gobierno Central	-2,3	5,8	2,7	2,8	2,5	4,5
19. Emisión Primaria	3,2	7,0	12,5	15,0	15,8	8,0
20. Crédito al Sector Privado del Sistema Bancario	-4,6	7,5	6,0	4,1	0,3	9,0

^{1/} Excluye Impuesto Extraordinario de los Activos del Estado