

**REPORTE DE  
INFLACIÓN:  
Evolución  
y perspectivas**

---

**Agosto 2003**

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



## **CONTENIDO**

RESUMEN EJECUTIVO .....	5
INTRODUCCIÓN .....	7
I. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES MACROECONÓMICAS .....	9
I.1 Inflación .....	9
I.2 Tasas de interés y agregados monetarios .....	13
I.3 Tipo de cambio .....	18
I.4 Demanda interna y PBI .....	19
I.5 Gasto público y cuentas fiscales .....	22
I.6 Cuentas externas .....	23
II. PROYECCIONES .....	25
II.1 Actividad económica .....	26
II.2 Agregados monetarios .....	31
II.3 Entorno internacional .....	32
II.4 Sector externo .....	37
II.5 Cuentas fiscales .....	39
II.6 Proyecciones de inflación .....	40
III. BALANCE DE RIESGOS .....	42



## RESUMEN EJECUTIVO

- En el presente Reporte se analiza la ejecución de la política monetaria y las proyecciones de inflación para el período 2003-2004. Se ha revisado hacia abajo la proyección central de la tasa de inflación para este año de 1,8 por ciento, planteado en el Reporte de Inflación de mayo, a 1,5 por ciento. Asimismo, la proyección para el 2004 ha sido reducida de 2,1 por ciento a 2,0 por ciento. Esta revisión refleja las presiones a la baja en la tasa de inflación en los últimos meses.
- Entre los factores que explicarían la desaceleración de la inflación se encuentra un incremento de la oferta agrícola de alimentos en el segundo trimestre del año como resultado de un mayor rendimiento y un desfase de siembras generado por las perspectivas de ocurrencia de un Fenómeno del Niño a inicios del presente año. Hasta julio los precios de los alimentos han bajado 0,3 por ciento. En consecuencia, las proyecciones de inflación han sido ajustadas hacia abajo para los años 2003 y 2004 además de incorporar el efecto de un menor crecimiento de la demanda interna frente a la proyectada inicialmente y de la apreciación de la moneda.
- Las proyecciones de crecimiento de la demanda interna para los años 2003 y 2004 han sido modificadas desde 4 a 3,6 por ciento y de 4,4 a 3,8 por ciento, respectivamente. Esta revisión se asocia principalmente a un menor crecimiento del gasto del sector privado en consumo e inversión.
- Se mantiene la proyección de crecimiento del PBI de 4,0 por ciento para el 2003 del Reporte de Inflación de mayo ya que el menor ritmo de crecimiento de la demanda interna sería compensado por un mejor desempeño de las exportaciones netas. Sin embargo, para el año 2004 se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento del PBI de 4,5 a 4,0 por ciento, debido a un menor crecimiento de la inversión.
- Tomando en cuenta la evolución reciente y esperada de la inflación, el Banco Central redujo las tasas de referencia de sus créditos de regulación monetaria y depósitos *overnight* en julio y agosto, en 25 y 50 puntos básicos, respectivamente. Así, la tasa de interés interbancaria ha pasado de 3,8 por ciento en diciembre de 2002 a 3,5 por ciento en julio de 2003

y a 3,0 por ciento en agosto. Las recientes reducciones de las tasas de interés de referencia del Banco Central, buscan contrarrestar la tendencia decreciente que ha mostrado la inflación en los últimos meses.

- Se estima que a pesar de la flexibilización de la política monetaria adoptada recientemente, la tasa de inflación tenderá a ubicarse en el límite inferior del rango de la meta de inflación, con una tendencia creciente recién a partir del segundo trimestre de 2004. Las decisiones de la política monetaria en los siguientes meses enfatizarán en la necesidad de mantener la inflación en el rango meta de 1,5 a 3,5 por ciento.
- Las previsiones del Reporte de Inflación están sujetas a riesgos que podrían alterar las proyecciones de incremento del costo de vida y, en ciertos casos, llevar al BCR a adoptar acciones que aseguren la meta de inflación. En el caso del presente Reporte se consideran los riesgos de una menor confianza de los consumidores que implique una menor demanda interna, fuerzas recesivas que provengan de la economía mundial y, en un sentido opuesto, el sostenimiento de precios altos del petróleo y turbulencias en los mercados financieros. A la fecha de elaboración del presente Reporte, se considera que ninguno de estos riesgos mencionados genera un sesgo al alza o a la baja de la proyección de inflación para los años 2003 y 2004.

## INTRODUCCIÓN

1. La conducción de la política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú se orienta a que la tasa de inflación anual sea 2,5 por ciento con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo. De esta manera, las decisiones que adopta el Directorio del BCR buscan enfrentar igualmente las presiones inflacionarias y deflacionarias.
2. Las decisiones de política monetaria son adoptadas y difundidas por el Directorio del Banco el primer jueves de cada mes. Como se comunicó en el Reporte de Inflación de enero, estas decisiones se vienen anunciando en términos de tasas de interés de referencia para las operaciones monetarias activas (créditos de regulación monetaria y repos directas) y pasivas (depósitos *overnight*) con las empresas bancarias. Con este anuncio se orienta a la tasa de interés interbancaria. El saldo del total de las cuentas corrientes de las empresas bancarias en el BCR se comunica como una proyección, por lo cual no constituye una meta de política.
3. Para informar acerca de la evolución reciente de la inflación, de las previsiones de su comportamiento futuro y de lo que ello implica en la conducción de la política monetaria, el Banco Central pone a disposición del público el tercer Reporte de Inflación del presente año. Este Reporte contiene las proyecciones macroeconómicas para el período 2003-2004.
4. En la primera parte del Reporte se analiza la evolución de la tasa de inflación y las variables macroeconómicas que afectaron su dinámica en lo que va del año. La segunda parte del documento contiene las proyecciones macroeconómicas para el período 2003-2004. Finalmente, se presenta un balance de riesgos que podrían afectar la proyección de inflación.

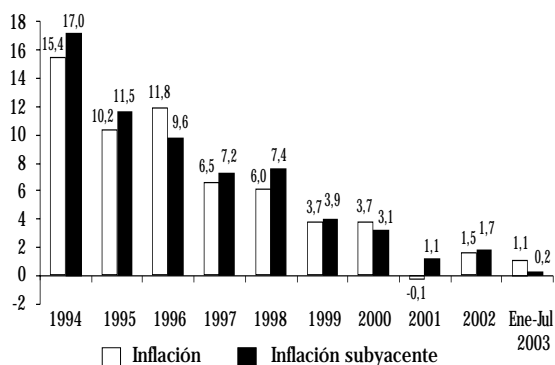




## I EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES MACROECONÓMICAS

### I.1 Inflación

**Gráfico 1**  
**INFLACIÓN E INFLACIÓN SUBYACENTE**  
(Variación acumulada)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática.

5. En el período enero - julio de 2003 la inflación acumulada, medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Lima Metropolitana fue 1,1 por ciento. En el mismo período del año anterior, la tasa acumulada fue 0,7 por ciento.

6. El componente subyacente del Índice de Precios al Consumidor, que excluye los rubros con mayor variabilidad en sus precios, aumentó 0,2 por ciento. Los precios del conjunto de **bienes** incluidos en el IPC subyacente disminuyeron 0,4 por ciento, mientras que los de **servicios** aumentaron 1,1 por ciento.

Entre los precios de los bienes, los precios de alimentos y bebidas disminuyeron 1,4 por ciento, principalmente por la caída de precios de arroz en 3 por ciento, pan en 1 por ciento, bebidas gaseosas en 5 por ciento y cerveza en 4 por ciento. Por su parte, los precios de los aparatos electrodomésticos disminuyeron 1,8 por ciento, lo que estuvo asociado con la apreciación del Nuevo Sol. Los precios de los servicios mostraron una variación similar a la inflación general, destacando el aumento de precios de servicios educativos.

7. El componente no subyacente del Índice de Precios al Consumidor agrupa a los bienes y servicios cuyos precios están sujetos a una volatilidad elevada, debido a su asociación con cambios en la oferta de bienes y en los precios internacionales. En el período enero - julio, la inflación no subyacente fue 3,2 por ciento, lo que refleja principalmente el incremento en los precios de servicios de transporte en 11 por ciento y combustibles en 5 por ciento. Por su parte, los precios de alimentos y servicios públicos disminuyeron 0,3 y 1,6 por ciento, respectivamente.

En la evolución de la inflación no subyacente pueden distinguirse dos periodos: Entre enero y abril la variación acumulada fue 5,3 por ciento, mientras que entre mayo y julio fue negativa en 2,1 por ciento. Este resultado se explica principalmente por la evolución de los precios de combustibles y papa. Adicionalmente, entre mayo y julio se registró una caída en los precios de legumbres frescas, otras hortalizas, azúcar y cítricos, entre otros, explicada por un aumento en las

cosechas asociado a condiciones climáticas favorables y al desplazamiento temporal del período de siembras producido por previsiones iniciales de una posible ocurrencia del Fenómeno del Niño.

**Cuadro 1**

**INFLACIÓN**  
(Variación porcentual)

	Ponderación	2001		2002		2003	
		Acumulado a julio	Año	Acumulado a julio	Año	Acumulado a julio	
<b>I. INFLACIÓN SUBYACENTE</b>	<b>68,3</b>	<b>0,67</b>	<b>1,06</b>	<b>0,45</b>	<b>1,69</b>	<b>0,16</b>	
<b>Bienes</b>	<b>41,8</b>	<b>0,20</b>	<b>0,66</b>	<b>0,10</b>	<b>1,76</b>	<b>-0,44</b>	
Alimentos y bebidas	20,7	-1,10	-0,59	-0,92	2,07	-1,39	
Textiles y calzado	7,6	1,46	1,94	0,78	1,06	0,66	
Aparatos electrodomésticos	1,0	1,06	-0,19	2,89	3,42	-1,78	
Resto de productos industriales	12,5	1,97	2,39	1,18	1,54	0,61	
<b>Servicios</b>	<b>26,6</b>	<b>1,36</b>	<b>1,65</b>	<b>1,00</b>	<b>1,57</b>	<b>1,10</b>	
Comidas fuera del hogar	12,0	0,87	1,29	0,45	1,28	0,72	
Educación	5,1	3,53	3,97	2,40	2,70	2,82	
Salud	1,3	2,48	3,02	1,82	3,31	0,97	
Alquileres	2,3	0,61	-0,37	1,20	1,00	0,69	
Resto de servicios	5,9	1,48	2,14	0,65	1,02	0,54	
<b>II. INFLACIÓN NO SUBYACENTE</b>	<b>31,7</b>	<b>0,62</b>	<b>-2,82</b>	<b>1,06</b>	<b>1,16</b>	<b>3,17</b>	
Alimentos	14,8	1,99	-1,16	0,77	-2,35	-0,30	
Combustibles	3,9	-2,56	-13,14	5,70	15,60	4,90	
Transportes	8,4	-0,54	-0,02	-0,24	0,11	10,89	
Servicios públicos	4,6	0,99	-2,73	0,39	1,96	-1,62	
<b>III. INFLACIÓN</b>	<b>100,0</b>	<b>0,66</b>	<b>-0,13</b>	<b>0,65</b>	<b>1,52</b>	<b>1,11</b>	

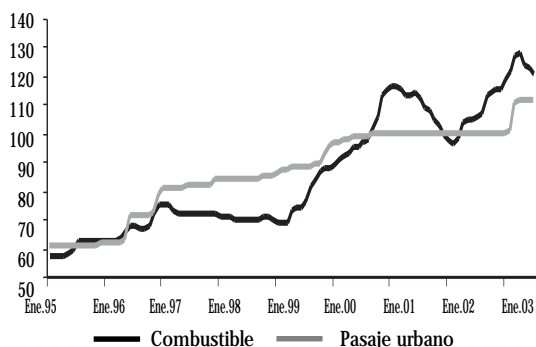
8. En el período enero-julio, los seis rubros con mayor contribución a la inflación explican 1,5 puntos porcentuales del total, destacando el aumento de los precios del pasaje urbano y de la papa. Por otro lado, los seis rubros con mayor contribución negativa explican -0,5 puntos porcentuales, en particular por la caída de precios de cítricos y azúcar.

**Cuadro 2**

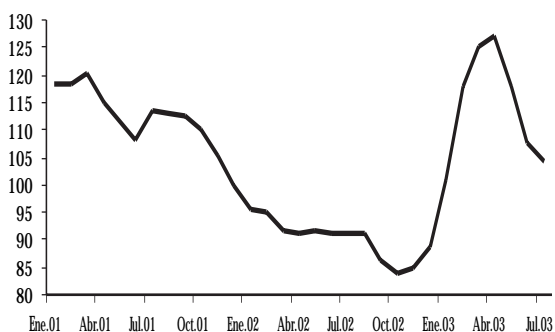
**CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - JULIO 2003**  
(Puntos porcentuales)

Rubros	Pond.	Var%	Contribución Rubros		Pond.	Var%	Contribución	
			Positiva				Negativa	
Pasaje urbano	8,0	11,1	0,88	Cítricos	0,7	-19,9	-0,12	
Papa	1,5	17,9	0,24	Azúcar	1,4	-5,9	-0,08	
Matrícula y pensión de enseñanza	5,1	2,8	0,15	Electricidad	2,2	-3,0	-0,07	
Kerosene	1,2	7,1	0,10	Arroz	2,3	-3,1	-0,07	
Comidas fuera del hogar	10,2	0,8	0,08	Pan	3,7	-1,4	-0,06	
Gasolina y lubricantes	1,5	4,6	0,08	Bebidas gaseosas	1,0	-5,1	-0,05	
<b>Total</b>			<b>1,53</b>	<b>Total</b>			<b>-0,45</b>	

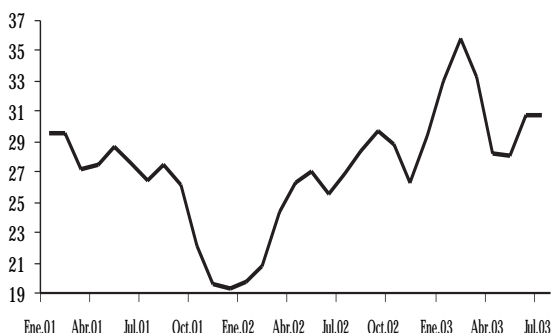
**Gráfico 2**  
**COMBUSTIBLES Y PASAJE URBANO**  
(Índice con base en diciembre 2001=100)



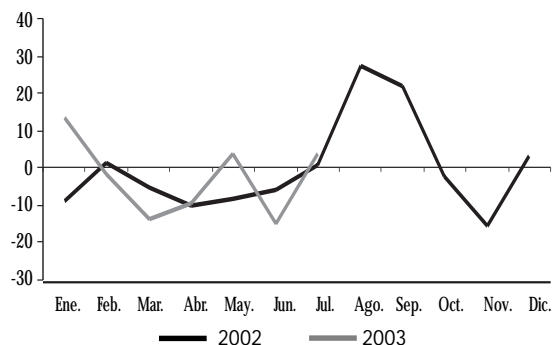
**Gráfico 3**  
**PRECIO DE LA PAPA**  
(Índice con base en diciembre 2001=100)



**Gráfico 4**  
**COTIZACIÓN DEL PETRÓLEO CRUDO WTI**  
(US\$ por barril)



**Gráfico 5**  
**PRECIO DE LOS CÍTRICOS 2002-2003**  
(Variación porcentual mensual)



**Inflación por rubros**

- **Pasaje urbano:** En un contexto en que los precios de los combustibles aumentaron debido principalmente a la guerra en Irak, los pasajes urbanos se reajustaron en 11 por ciento entre febrero y abril de 2003, luego que se mantuvieran inalterados desde noviembre de 2000.
- **Papa:** Entre enero y julio el precio de la papa aumentó 18 por ciento. En los primeros cuatro meses del año, el precio aumentó 43 por ciento debido a la disminución del área sembrada entre agosto y octubre de 2002 en 10 por ciento en comparación con similar período de la campaña agrícola anterior. Sin embargo, entre mayo y julio los precios disminuyeron 18 por ciento debido a la regularización del área sembrada entre noviembre de 2002 y febrero de 2003 en 8 por ciento.
- **Matrícula y pensión de enseñanza:** Estacionalmente, estos servicios registran un aumento de precios entre febrero y marzo por el inicio del año escolar. La variación de precios observada en el presente año fue 3 por ciento, tasa similar a la del año anterior.
- **Combustibles:** Los precios de los combustibles aumentaron 4,9 por ciento. Esta variación refleja el aumento de precios de kerosene en 7 por ciento, gasolinas en 5 por ciento y gas en 3 por ciento. Puede distinguirse dos períodos: entre enero y abril, los precios de los combustibles aumentaron 11 por ciento, mientras que entre mayo y julio disminuyeron 6 por ciento. Este resultado se explica por la evolución de la cotización del petróleo crudo. Así, la cotización del West Texas Intermediate (WTI) en el período diciembre de 2002 y febrero de 2003 aumentó 36 por ciento, mientras que entre marzo y julio disminuyó 14 por ciento.

**Cuadro 3**  
**PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES**  
(Variación porcentual mensual)

	2002	2003							
	Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ene.-Jul.
<b>Combustibles</b>	<b>0,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>4,9</b>	<b>0,8</b>	<b>-3,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>4,9</b>
Gasolina	0,0	1,0	3,3	8,7	1,5	-5,3	-1,7	-2,4	4,6
Gas	0,7	6,9	1,8	1,0	-0,8	-3,2	-2,0	-0,3	3,1
Kerosene	-0,6	0,3	1,8	4,5	1,6	-0,4	-0,5	-0,4	7,1
Cotización WTI del precio de US\$	12,0	11,9	8,6	-6,8	-15,3	-0,3	9,2	0,1	4,5

- **Cítricos:** Los precios de los cítricos bajaron 20 por ciento, reflejando la disminución de precios de mandarina en 32 por ciento, naranja de mesa en 43 por ciento y naranja de jugo en 3 por ciento, lo que fue atenuado por el aumento del precio de limón en 2 por ciento. En general, la evolución corresponde al patrón estacional de este grupo, tal como se observa en el gráfico.

- **Azúcar:** La disminución del precio del azúcar en 6 por ciento, se explica por la mayor producción. En el período enero-junio del presente año la producción aumentó 17 por ciento con respecto al mismo lapso de 2002. Asimismo, la cotización internacional de este producto acumula en el período enero-julio una disminución de 19 por ciento con respecto al mismo período del año anterior.
- **Tarifas eléctricas:** Las tarifas de electricidad disminuyeron en 3 por ciento como consecuencia de la reducción dispuesta en mayo por Osinerg en las tarifas en barra o de generación, en el marco de la regulación de estas tarifas para el período mayo-octubre de 2003, y su revisión adicional a la baja en los meses de junio y julio, al revisarse los supuestos sobre la demanda potencial de energía eléctrica.

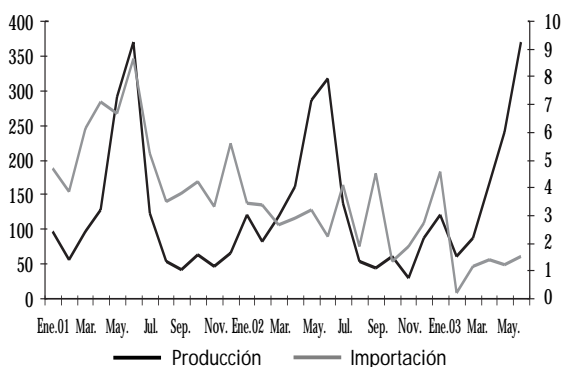
**Cuadro 4**

**TARIFAS DE SERVICIO PÚBLICO**

(Variación porcentual mensual)

	2002	2003							
	Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ene-Jul.
<b>Servicios públicos</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,6</b>
Electricidad	0,1	-1,5	0,1	0,6	0,1	-0,6	-0,7	-1,0	-3,0
Teléfonos	-1,4	0,0	0,0	-0,9	0,0	0,0	0,4	0,0	-0,4
Consumo de agua	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

**Gráfico 6**  
**PRODUCCIÓN E IMPORTACIÓN DE ARROZ**  
(Miles T.M.)



- **Arroz:** Disminuyó 3 por ciento continuando con la tendencia decreciente observada en los dos últimos años asociada a un aumento en la producción de este cereal. La producción de arroz alcanzó en el año 2002 el nivel más alto de los últimos diez años.

**Cuadro 5**

**PRODUCCIÓN E IMPORTACIÓN DE PRINCIPALES ALIMENTOS**

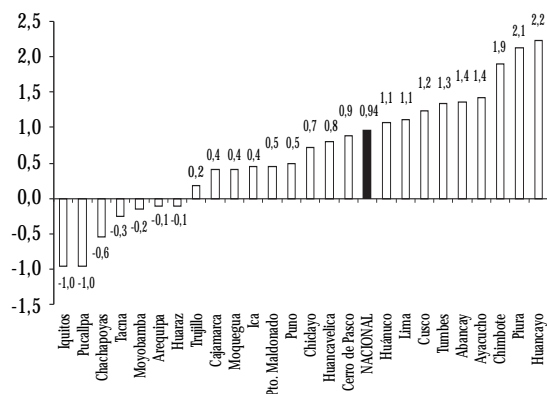
(Miles T.M.)

	2001	2002	Enero - Junio			Variación % Ene.-Jun.	
			2001	2002	2003	2002/2001	2003/2002
<b>Arroz</b>							
producción	1 419,6	1 486,4	1 031,6	1 077,2	1 038,8	4,4	-3,6
importación	62,5	34,0	36,9	17,7	9,9	-52,0	-44,1
<b>Azúcar</b>							
producción	759,8	877,4	308,2	381,7	445,2	23,8	16,6
importación	187,3	138,1	113,0	87,9	8,3	-22,2	-90,6
<b>Maíz</b>							
producción	1 062,5	1 036,9	497,8	461,1	562,8	-7,4	22,1
importación	885,4	931,8	426,0	398,4	376,2	-6,5	-5,6
<b>Trigo</b>							
producción	181,9	186,3	42,7	47,6	53,4	11,5	12,2
importación	1 408,9	1 336,1	729,0	660,3	624,8	-9,4	-5,4
<b>Lácteos</b>							
producción 1/	1 115,0	1 194,3	574,3	599,9	623,6	4,5	3,9
importación 2/	21,1	17,9	10,2	8,3	5,0	-18,6	-39,8

1/ Producción de leche fresca.

2/ Incluye leche entera en polvo, leche en polvo descremada y grasa anhidra de leche.

**Gráfico 7**  
**INFLACIÓN POR CIUDADES: ENERO-JULIO 2003**  
(Variación porcentual)



- **Pan:** La caída del precio del pan en 1 por ciento refleja el reajuste hacia abajo de los precios de este producto registrado en enero y marzo. A mediados de setiembre de 2002 se registró un aumento de 19 por ciento en el precio del pan, en un contexto en que la cotización internacional del trigo habría aumentado 54 por ciento entre mayo y setiembre de dicho año. Posteriormente, esta cotización internacional disminuyó en 27 por ciento entre noviembre de 2002 y marzo de 2003.
  - **Bebidas:** La disminución de precios en 5 por ciento se explica por la mayor competencia que enfrenta esta rama industrial, caracterizada por la incorporación de nuevos segmentos de mercado y nuevas presentaciones. Asimismo, la producción registró un incremento de 7 por ciento.
9. Desde enero de 2003, el Instituto Nacional de Estadística (INEI) inició la elaboración de un índice agregado nacional de precios al consumidor en base a los índices de precios correspondientes a 25 ciudades. De acuerdo a este índice, el incremento de precios acumulado en el periodo enero-julio de 2003 fue 0,9 por ciento.

## L2 Tasas de interés y agregados monetarios

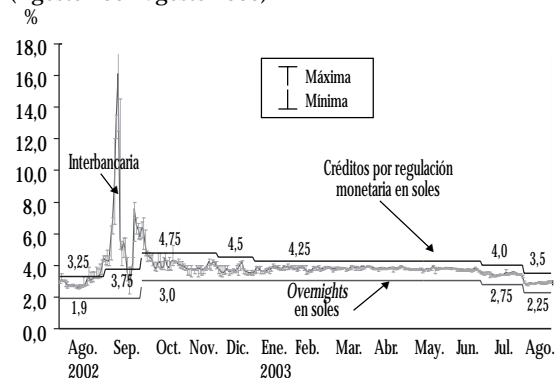
### *Tasa de interés interbancaria*

10. Para atenuar las presiones a la baja de la inflación, el Banco Central flexibilizó su posición de política monetaria en julio y agosto, por lo cual redujo las tasas de interés de referencia de sus operaciones activas (repos directas y créditos de regulación monetaria) y pasivas (depósitos *overnight*) con la banca. Las operaciones monetarias que diariamente se han efectuado para inyectar o retirar liquidez han facilitado que el nivel de la tasa de interés del mercado de créditos interbancarios se ubique dentro del corredor que forman estas tasas de interés de referencia.

La tasa de interés de referencia activa del BCR se redujo de 4,25 por ciento en junio (este nivel se había mantenido constante desde diciembre de 2002) a 4,0 por ciento en julio, y a 3,5 por ciento en agosto. De manera similar, la tasa de interés de referencia pasiva se redujo de 3,0 por ciento en junio a 2,75 por ciento en julio, y a 2,25 por ciento en agosto.

La flexibilización monetaria se tradujo en una reducción de la tasa de interés interbancaria en soles, la que pasó de un nivel alrededor de 3,8 por ciento en el primer semestre a 3,5 por ciento en julio y a 3,0 por ciento en agosto.

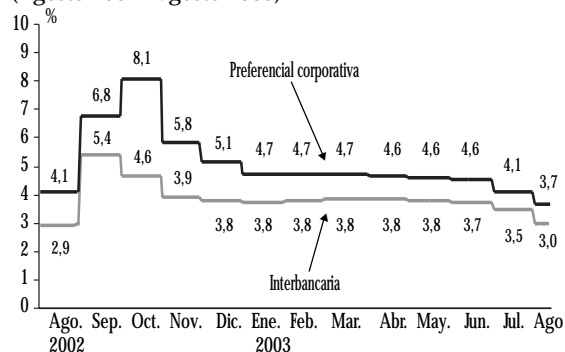
**Gráfico 8**  
**TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL**  
(Agosto 2002-agosto 2003)



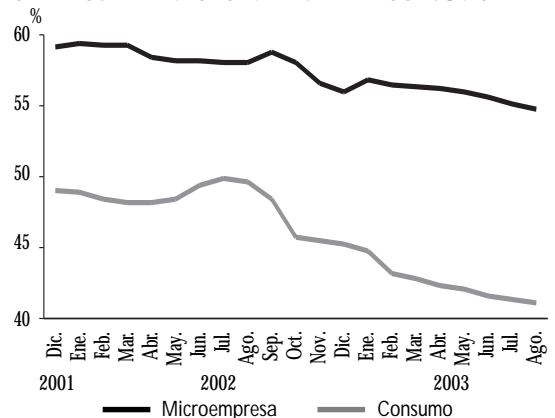
**Gráfico 9**  
**TASA DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL**  
(Enero-agosto 2003)



**Gráfico 10**  
**TASA DE INTERÉS PROMEDIO MENSUAL EN MONEDA NACIONAL**  
(Agosto 2002 - agosto 2003)



**Gráfico 11**  
**TASA DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL PARA CRÉDITOS A LA MICROEMPRESA Y DE CONSUMO**



11. Las reducciones de la tasa de interés interbancaria han inducido una disminución de las demás tasas de interés en soles del mercado (depósitos, créditos y valores). En el caso de la tasa de interés correspondiente a los créditos a 90 días a clientes de bajo riesgo, la tasa de interés se ha reducido de 4,6 por ciento en junio a 3,7 por ciento en agosto.

Cabe señalar que las tasas de interés activas en moneda nacional del sistema bancario cobradas al segmento de microfinanzas han disminuido en los últimos años, en particular las tasas cobradas por créditos a la microempresa y por créditos de consumo. Así, la tasa de interés para créditos a la microempresa pasó de 59,2 por ciento en el 2001 a 54,8 por ciento en agosto de 2003. Por su parte, la tasa cobrada por créditos de consumo pasó de 49,0 a 41,1 por ciento en el mismo período.

**Cuadro 6**

**TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA EN SOLES**

	Ene	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Oct.	Nov.	Dic.
<b>2002</b>												
Promedio	2,69	2,59	2,51	2,52	2,47	2,65	2,94	2,93	5,35	4,62	3,93	3,78
Desviación estándar	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	2,1	0,7	0,2	0,2
Coef. variabilidad (%)	9,1	11,2	5,3	2,9	2,9	4,5	6,0	8,2	39,3	15,8	5,3	5,3
<b>2003</b>												
Promedio	3,75	3,80	3,82	3,84	3,78	3,74	3,47	3,01				
Desviación estándar	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3				
Coef. variabilidad (%)	3,6	2,6	1,6	1,3	1,8	1,3	3,0	8,2				

**Cuadro 7**

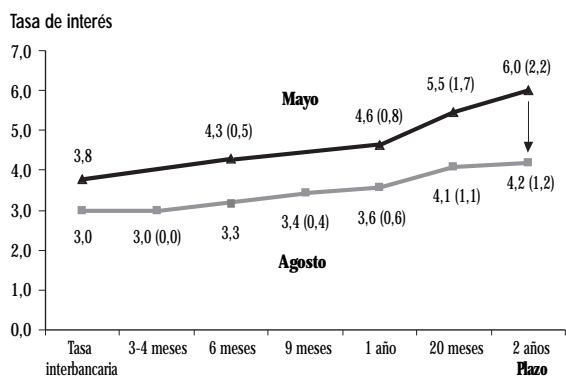
**TASAS DE INTERÉS PARA OPERACIONES EN SOLES**

(En porcentajes)

	2001				2002				2003			
	mar	jun	set	dic	mar	jun	set	dic	mar	jun	jul	ago
1. Interbancaria	10.3	16.0	5.9	3.1	2.5	2.6	5.4	3.8	3.8	3.7	3.5	3.0
2. Depósitos de ahorro	6.8	6.6	5.2	3.0	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.5	1.4	1.4
3. Activa preferencial	12.4	13.2	9.4	5.0	3.9	3.7	6.8	5.1	4.7	4.6	4.1	3.7
4. Activa promedio hasta 360 días	21.3	21.2	19.4	17.2	15.5	14.1	14.0	14.8	14.3	14.0	14.3	14.4
5. CD Del saldo	12.6	12.4	10.8	7.5	5.4	4.8	4.1	4.7	4.7	4.8	4.7	4.4
Plazo promedio de las colocaciones del mes (en meses) <sup>1/</sup>	6	7	6	6	6	6	-	8	12	7	9	13

1/ Excluye colocaciones de CD a una semana

**Gráfico 12**  
**RENDIMIENTOS DE CDBCRP POR PLAZO <sup>1/</sup>**



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

12. Entre mayo y agosto de este año la curva de rendimientos de los Certificados de Depósito del Banco Central (CDBCRP) se desplazó hacia abajo, siguiendo la reducción de las tasas de referencia de la política monetaria. Asimismo, se observó un aplanamiento de la curva para los plazos más largos. Así, para el plazo de 1 año la tasa de interés se redujo en 1 punto porcentual respecto a mayo, mientras que para el plazo de 2 años ésta fue menor en 1,8 puntos porcentuales. Esta mayor reducción de la tasa de interés de CDBCRP a plazos iguales o mayores a un año (aplanamiento de la curva de rendimientos por plazos) respecto a la evolución de la tasa interbancaria indicaría que el mercado espera una mayor estabilidad de las tasas de interés en soles en este período.

13. Cabe señalar que hasta agosto, en el marco del programa de colocaciones de Bonos Soberanos (BTP) bajo el sistema de creadores de mercado, iniciado este año, se colocaron bonos por S/. 1 122 millones. Este programa ha permitido aumentar la liquidez de los títulos públicos y, con ello, dotar al mercado de referencias para la emisión de deuda a plazos mayores. Por su parte, dentro del programa de emisión de Letras del Tesoro Público (LTP), se han colocado LTP a 6 meses por S/. 150 millones en abril, a 2 meses por S/. 100 millones en junio y a 1 mes por S/. 100 millones en agosto.

**Cuadro 8**

**TASAS DE RENDIMIENTO EN EL MERCADO PRIMARIO DE TÍTULOS PÚBLICOS**

	COLOCACIONES PRIMARIAS									
	Bonos Soberanos Nominales						Bonos VAC	Letras del Tesoro		
	Jun. 2004	Oct. 2004	Ene. 2005	Jun. 2005	Ago. 2007	Jul. 2008	Jun. 2010	1 mes	2 meses	6 meses
Marzo	5,89									
Abril		5,90								4,61
Mayo		5,70	6,09							
Junio				5,98			6,81		3,72	
Julio				4,69		9,69				
Agosto					5,04			3,02		

14. La prolongación de los plazos de colocación de los CDBCRP hasta 2 años, iniciada en febrero de este año, y la colocación de bonos soberanos hasta plazos de 5 años han servido de referencia al sector privado para emisiones de títulos-valores a tasas de interés nominales fijas en moneda nacional. Así, en marzo el sector privado colocó bonos corporativos a 2 años por S/. 162 millones a una tasa de rendimiento promedio de 6,5 por ciento, mientras que en junio colocó bonos a similar plazo por S/. 170 millones y a una tasa promedio de 5,7 por ciento. Asimismo, en agosto Telefónica efectuó la primera emisión de bonos nominales a 5 años por S/. 63 millones a una tasa de interés efectiva de 8,10 por ciento.

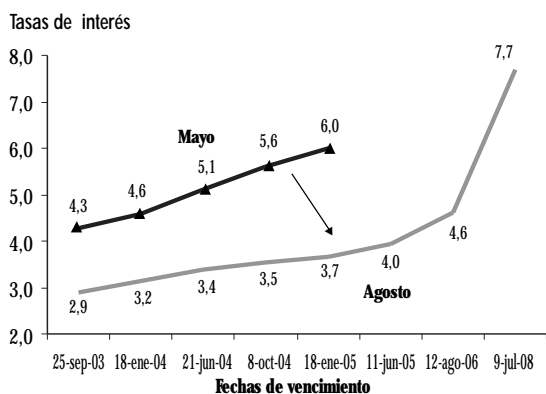


**Cuadro 9**

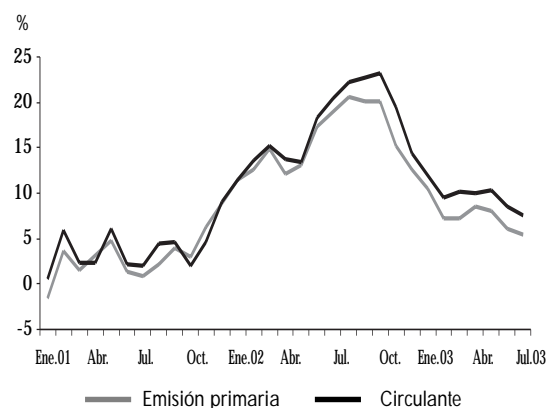
**EVOLUCIÓN DE TASAS REFERENCIALES PARA INSTRUMENTOS DE 2 Y 5 AÑOS**

	BONOS CORPORATIVOS				CDBCRP	BONOS SOBERANOS				
	2 años		5 años			Feb.05	Ene.05	Jun.05	Ago.06	Jul.08
	Backus	Edegel	Telefónica	Telefónica						
Enero 2003	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Febrero	-	-	-	-	6,05	7,50	-	-	-	-
Marzo	6,48	-	6,61	-	6,28	6,80	-	-	-	-
Abril	-	-	6,28	-	5,85	5,90	-	-	-	-
Mayo	-	-	-	-	5,70	6,00	-	-	-	-
Junio	-	6,09	5,25	-	5,70	4,70	4,95	-	-	-
Julio	-	-	-	-	-	4,13	4,35	-	-	9,00
Agosto	-	-	-	8,10	4,00	3,67	3,95	4,62	-	7,70

**Gráfico 13**  
**MERCADO SECUNDARIO DE BONOS SOBERANOS DEL TESORO PÚBLICO**



**Gráfico 14**  
**CRECIMIENTO DEL CIRCULANTE Y DE LA EMISIÓN PRIMARIA: ENERO 2001-AGOSTO 2003**  
(Tasas de variación respecto al mismo mes del año anterior)



15. Por su parte, las tasas de interés de los bonos soberanos del Tesoro Público en el mercado secundario también han venido registrando una tendencia decreciente, observándose además un aplanamiento de la curva de rendimientos, en particular en los plazos más largos. Así, la tasa de interés del Bono Soberano Enero 2004 se redujo en 1,4 puntos porcentuales entre mayo y agosto, mientras que la del Bono Soberano Enero 2005 disminuyó en 2,3 puntos porcentuales en similar período.

**Agregados monetarios**

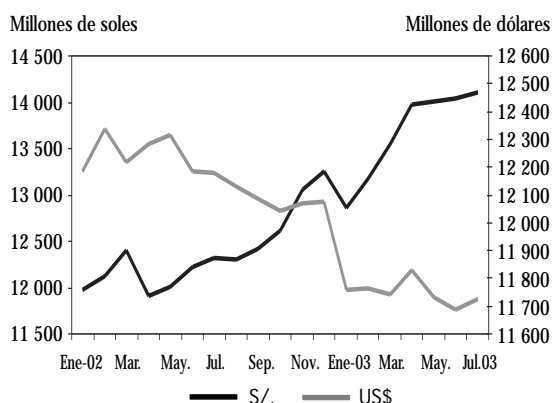
16. La tasa de crecimiento anual de la emisión primaria y el circulante se ha desacelerado desde octubre de 2002. Cabe recordar que la tasa de crecimiento del saldo de circulante aumentó significativamente desde fines de 2001, debido a la reducción de tasas de interés en dicho período. Con la elevación de tasas en el segundo semestre de 2002, la expansión del circulante se ha atenuado. Así, la tasa de variación anual de esta variable pasó de 23 por ciento en octubre de 2002 a 14 por ciento en diciembre del mismo año y a 8 por ciento en agosto de 2003. Por su parte, el saldo promedio de emisión primaria <sup>1/</sup>, registró una tasa de crecimiento anual de 20 por ciento en octubre de 2002 y de 13 por ciento en diciembre del mismo año, para luego descender hasta 5 por ciento en agosto de 2003.

17. Entre marzo y julio de 2003, el crédito del sistema financiero al sector privado en soles aumentó 4,1 por ciento mientras que el crédito en dólares disminuyó 0,1 por ciento. La expansión del crédito en soles en S/. 559 millones correspondió principalmente a instituciones especializadas en microfinanzas (S/. 202 millones), a las empresas bancarias (S/. 187 millones) y al financiamiento de inversionistas institucionales (S/. 121 millones).

1/ Variable que incluye al circulante y al saldo de fondos de encaje en soles



**Gráfico 15**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO DEL SISTEMA FINANCIERO**



La caída del crédito en dólares (US\$ 17 millones) se debió a las empresas bancarias (US\$ 51 millones) y a la reducción de carteras de otras entidades financieras (US\$ 105 millones), lo que fue atenuado por la expansión del financiamiento de los inversionistas institucionales (US\$ 139 millones). Cabe destacar el mayor dinamismo de las emisiones de bonos corporativos que se elevaron de S/. 4 148 millones a diciembre de 2002 a S/. 5 025 millones al cierre de junio de 2003.

**Cuadro 10**  
**EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO SECTOR PRIVADO DEL SISTEMA FINANCIERO EN MONEDA NACIONAL**

	Saldos en millones nuevos soles			Tasas de crecimiento	
	31 dic.02	31 mar.03	31 jul.03	Jul.03/ Jul.02	Jul.03/ Mar.03
Empresas bancarias 1/	7 660	7 779	7 967	8,3	2,4
Banco de la Nación	434	426	465	15,4	9,0
<b>Instituciones de microfinanzas</b>	<b>3 107</b>	<b>3 278</b>	<b>3 481</b>	<b>32,7</b>	<b>6,2</b>
Bancos (MiBanco y Banco del Trabajo)	774	817	894	38,8	9,4
Cajas municipales	848	915	938	36,5	2,5
Cajas rurales	135	145	148	42,0	2,7
Cooperativas	381	410	423	23,9	3,1
Edpymes	130	141	142	30,4	0,3
Empresas financieras	840	850	937	26,9	10,2
<b>Inversionistas institucionales 2/</b>	<b>1 653</b>	<b>1 676</b>	<b>1 798</b>	<b>4,1</b>	<b>7,3</b>
AFP	1 102	1 115	1 220	8,2	9,5
Empresas de seguros	493	505	506	-1,5	0,3
Fondos mutuos	58	57	72	-15,9	26,1
<b>Empresas de leasing y otros</b>	<b>393</b>	<b>395</b>	<b>403</b>	<b>89,1</b>	<b>2,0</b>
<b>Total Sistema Financiero</b>	<b>13 248</b>	<b>13 555</b>	<b>14 114</b>	<b>14,5</b>	<b>4,1</b>

1/ Excluye Banco del Trabajo y MiBanco.

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

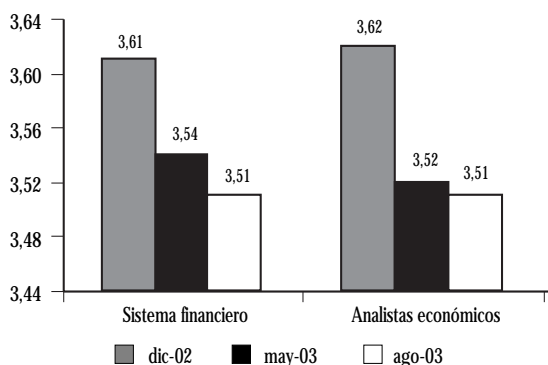
**Cuadro 11**  
**EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO SECTOR PRIVADO DEL SISTEMA FINANCIERO EN MONEDA EXTRANJERA**

	Saldos en millones dólares			Tasas de crecimiento	
	31 dic.02	31 mar.03	31 jul.02	Jul.03/ Jul.02	Jul.03/ Mar.03
Empresas bancarias 1/	10 014	9 668	9 618	-6,5	-0,5
Banco de la Nación	36	36	23	-37,7	-37,5
<b>Instituciones de microfinanzas</b>	<b>368</b>	<b>381</b>	<b>388</b>	<b>22,2</b>	<b>1,8</b>
Bancos (MiBanco y Banco del Trabajo)	35	39	37	42,3	-5,1
Cajas municipales	111	122	133	53,7	9,3
Cajas rurales	44	43	42	0,3	-2,9
Cooperativas	101	104	106	18,6	1,8
Edpymes	31	34	34	29,2	1,3
Empresas financieras	45	39	35	-24,8	-9,6
<b>Inversionistas institucionales 2/</b>	<b>800</b>	<b>895</b>	<b>1 035</b>	<b>59,7</b>	<b>15,7</b>
AFP	445	468	537	61,4	14,6
Empresas de seguros	37	33	38	-7,0	14,9
Fondos mutuos	318	393	460	67,7	17,1
<b>Empresas de leasing y otros</b>	<b>858</b>	<b>760</b>	<b>660</b>	<b>-26,1</b>	<b>-13,1</b>
<b>Total Sistema Financiero</b>	<b>12 077</b>	<b>11 740</b>	<b>11 724</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,1</b>

1/ Excluye Banco del Trabajo y MiBanco.

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

**Gráfico 16**  
**TIPO DE CAMBIO ESPERADO: DICIEMBRE 2003**



Fuente: Encuesta del BCR y Consensus Economics.

### I3 Tipo de Cambio

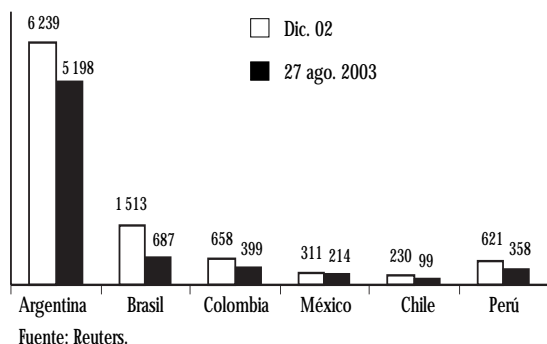
18. Las expectativas de depreciación han mantenido una tendencia descendente durante el primer semestre de 2003, las cuales se ven reflejadas en la evolución de las encuestas realizadas por el BCR a las entidades financieras y a analistas económicos. Así, las expectativas de tipo de cambio para el cierre del año 2003 bajaron de S/. 3,62 en promedio a diciembre de 2002 a S/. 3,51 en agosto del presente año. De manera similar, la tasa de depreciación implícita de las operaciones *forward* a tres meses bajó de 3,3 a 2,3 por ciento entre fines de diciembre de 2002 y agosto del presente año.
19. Al mes de julio, el tipo de cambio se ubicó en S/. 3,472 por dólar, nivel que implica una apreciación nominal de 1,2 por ciento respecto a diciembre de 2002. En el mismo período, en términos reales el tipo de cambio presentó una depreciación de 4 por ciento como consecuencia de la variación del tipo de cambio nominal antes mencionada (-1,2 por ciento), de la inflación doméstica (1,1 por ciento) y de la variación del índice de precios externos (6,9 por ciento).
20. La tendencia apreciatoria que ha mostrado el Nuevo Sol durante el presente año se explica por los desarrollos favorables en las cuentas externas y por un entorno regional estable durante la mayor parte del período. Así, se registró una balanza comercial superavitaria en US\$ 186 millones al primer semestre de 2003 y una acumulación de reservas internacionales netas de US\$ 399 millones en igual lapso.

**Cuadro 12**  
**DEPRECIACIÓN NOMINAL Y REAL DEL SOL CON MONEDAS DE NUESTROS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES**  
(Tasas de crecimiento a julio de 2003)

	Peso *	Nominal			Real		
		Desde 1998	Desde julio 2003	Desde dic. 2002	Desde 1998	Desde julio 2003	Desde dic. 2002
Estados Unidos	25,1	28	-2	-1	25	-2	-1
Euro zona	20,1	21	13	10	26	12	10
Japón	10,3	39	-2	2	17	-4	1
Brasil	6,4	-51	0	24	-36	14	33
Reino Unido	5,8	25	3	1	21	4	2
Chile	4,8	-20	-3	-1	-19	-2	-2
China	4,3	28	-2	-1	4	-3	-2
Colombia	4,0	-42	-14	-3	-12	-10	1
México	3,4	-1	-8	-4	37	-6	-3
Argentina	3,4	-54	25	21	-45	33	24
Corea	3,3	60	-1	1	62	-0	2
Taiwán	2,5	20	-5	-0	22	-7	-2
Venezuela	2,5	-60	-18	-18	6	7	-4
Canadá	2,4	32	10	12	29	10	12
Bolivia	1,8	-11	-8	-4	-11	-7	-4
<b>Canasta</b>		<b>15</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>3</b>	<b>4</b>

\* Peso con respecto al comercio del año 1994. Debido a que el euro entró en vigencia en 1999, para 1998 se ha trabajado con las cotizaciones de las monedas de cada país (marco, franco francés, franco belga, lira italiana, florin holandés y peseta).

**Gráfico 17**  
**SPREAD DE BONOS SOBERANOS**  
Puntos básicos



**Gráfico 18**  
**SALDO NETO FORWARDS**  
Enero 2001-agosto 2003



En el plano regional, las perspectivas de Brasil mejoraron durante la mayor parte del período, debido principalmente al avance de las reformas en el área fiscal. Esta evolución se reflejó en entrada de capitales a la región y en una mayor demanda por títulos de deuda de las economías emergentes. Además de las presiones sobre las monedas de la región, esta entrada de capitales habría favorecido la reducción de los *spreads*. En el caso peruano, el spread del EMBI+ de Perú llegó a un mínimo histórico de 358 pbs. el 27 de agosto.

21. La menor depreciación esperada se ha reflejado también en un menor movimiento de operaciones *forward*, especialmente en la renovación de sus vencimientos. Entre fines de diciembre de 2002 y agosto de este año, el saldo neto de operaciones *forward* bajó US\$ 230 millones (de US\$ 905 a US\$ 675 millones). En el mismo lapso, la posición de cambio de las entidades bancarias no mostró mayor variación, pasando de US\$ 643 a US\$ 646 millones.

22. Las bajas expectativas de depreciación han incidido también en una mayor preferencia por activos en moneda local que se reflejó en una mayor colocación de los bonos del Tesoro, tanto en el programa de Creadores de Mercado (emisiones de bonos globales), cuanto en las emisiones de Letras del Tesoro. Asimismo, se ha elevado la proporción de activos en moneda nacional del portafolio de las AFP desde 68 por ciento a fines de 2002 a 70 por ciento en julio.

23. En este contexto de presiones apreciatorias, el Banco Central intervino en el mercado cambiario comprando US\$ 607 millones entre enero y agosto. Estas intervenciones se concentraron básicamente en los meses de marzo, abril y julio, cuando se incrementaron significativamente las presiones apreciatorias por factores estacionales, como por ejemplo la mayor demanda de moneda doméstica por el pago de impuestos y gratificaciones, factores que acentuaron el efecto de la reducción de la demanda de operaciones *forward*. Estas compras de dólares fueron esterilizadas mediante las colocaciones de Certificados del Banco Central (CDBCRP).

#### L4 Demanda interna y PBI

24. Durante el primer semestre de 2003, la demanda interna aumentó 4,0 por ciento, tasa mayor a la del mismo período del año anterior (3,1 por ciento). A este resultado contribuyó el crecimiento de la inversión privada en 5,8 por ciento, componente que en el primer semestre de 2002 disminuyó 3,1 por ciento. Este mayor dinamismo de la inversión fue atenuado por un menor crecimiento del consumo privado, que creció 3,7 por ciento frente a un aumento de 3,9 por ciento en igual período del año anterior. Se observó comportamientos diferenciados por trimestres: mientras que en el primero la

demanda interna creció 5,8 por ciento, durante el segundo, bajó el ritmo de crecimiento a 2,4 por ciento, habiendo influido en este resultado la desaceleración temporal del consumo privado durante los meses de abril y mayo. Cabe señalar que en junio la demanda interna retomó el crecimiento de los primeros meses del año.

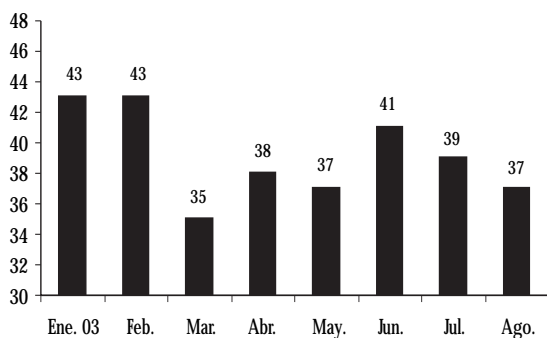
**Cuadro 13**

**PRODUCTO BRUTO INTERNO**

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

	2002			2003		
	I Trim.	II Trim.	I Sem.	I Trim.	II Trim.	I Sem.
<b>I DEMANDA GLOBAL (1+2)</b>	<b>1,6</b>	<b>6,2</b>	<b>4,0</b>	<b>6,0</b>	<b>3,1</b>	<b>4,5</b>
1. Demanda Interna	0,6	5,4	3,1	5,8	2,4	4,0
a. Consumo privado	2,8	4,9	3,9	4,5	3,0	3,7
b. Consumo público	2,9	0,1	1,4	6,7	2,1	4,3
c. Inversión bruta interna	-9,5	10,1	0,7	11,2	0,3	4,9
Inversión bruta fija	-4,6	-1,4	-3,0	7,6	3,4	5,4
- Privada	-5,9	-0,1	-3,1	6,9	4,8	5,8
- Pública	4,7	-7,4	-2,6	11,9	-3,1	3,3
2. Exportaciones	8,3	10,9	9,7	7,2	7,6	7,4
<b>II OFERTA GLOBAL (3+4)</b>	<b>1,6</b>	<b>6,2</b>	<b>4,0</b>	<b>6,0</b>	<b>3,1</b>	<b>4,5</b>
<b>3. Producto Bruto Interno</b>	<b>2,7</b>	<b>6,7</b>	<b>4,8</b>	<b>5,8</b>	<b>3,4</b>	<b>4,5</b>
4. Importaciones	-4,5	3,0	-0,8	7,3	1,4	4,3

**Gráfico 19**  
**ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR: INDICCA**



Fuente: Apoyo

25. El **consumo privado** creció 4,5 por ciento durante el primer trimestre y 3,0 por ciento en el segundo. Esta desaceleración reflejó una menor confianza de los consumidores entre los meses de marzo y mayo tal como lo muestra el índice de confianza del consumidor INDICCA, elaborado por la empresa Apoyo, que recoge la percepción presente y futura sobre la situación del país, la situación familiar, el entorno laboral, las condiciones de precios y de los bienes durables. Entre los factores que podrían haber explicado el deterioro de la confianza de los consumidores se encuentra el incremento de los precios de transporte que en marzo subió 9,5 por ciento; distintas paralizaciones (paro agrario, paro de transportes, huelgas de maestros y de construcción civil) que afectaron la distribución de productos y los ingresos y la reducción en el ritmo de crecimiento del empleo. La incidencia del incremento de los pasajes urbanos en el gasto real de las familias se manifiesta particularmente en los segmentos de menores ingresos en los que este gasto llega a representar hasta 15 por ciento del total.

La **inversión** privada aumentó 5,8 por ciento durante el primer semestre de 2003 después de registrar una tasa negativa de 3,1 por ciento durante el primer semestre de 2002, impulsada por las obras del proyecto Camisea, las ampliaciones de planta y renovación de maquinaria de algunas ramas de la manufactura no primaria en particular de la industria textil,

química, de bebidas y alimentos y minerales no metálicos, así como por la construcción de nuevos locales comerciales y centros de esparcimiento. Ello se vio reflejado en un aumento de 14,7 por ciento en las importaciones de bienes de capital excluyendo materiales de construcción y en el crecimiento de 4,1 por ciento de la actividad de construcción durante el primer semestre.

Las **exportaciones** aumentaron 7,4 por ciento en términos reales, con incrementos tanto en las tradicionales (por mayores volúmenes exportados de oro, cobre, zinc, plomo y plata entre las mineras y café entre las agrícolas que atenuaron la caída de las exportaciones de harina de pescado ante la menor producción por condiciones climáticas adversas), cuanto en las no tradicionales (textiles, químicos como envases de plástico, neumáticos para autobuses y camiones, agrícolas como palta, espárragos, mango y páprika y pesqueros como calamares y pota).

26. Durante el primer semestre del año, el producto bruto interno creció 4,5 por ciento. Los sectores no primarios lideraron la expansión económica con una tasa de crecimiento de 4,6 por ciento, mientras que los sectores primarios crecieron 2,9 por ciento. Lo primero responde al dinamismo de la manufactura no primaria (4,8 por ciento) y del sector construcción (4,1 por ciento), en tanto que en la expansión de los sectores primarios influyó el crecimiento de los sectores minero (7,7 por ciento) y agropecuario (3,3 por ciento).

#### Cuadro 14

##### PRODUCTO BRUTO INTERNO

(Variaciones porcentuales respecto al mismo período del año anterior)

	2002			2003		
	I Trim.	II Trim.	I Sem.	I Trim.	II Trim.	I Sem.
Agropecuario	6,2	7,2	6,8	2,5	3,9	3,3
Pesca	-21,5	7,5	-5,3	-15,7	-19,0	-17,8
Minería e Hidrocarburos	25,9	18,7	22,2	4,5	10,8	7,7
<i>Minería metálica</i>	27,7	20,3	23,9	5,6	12,0	8,8
<i>Hidrocarburos</i>	5,2	0,5	2,8	-6,2	-1,2	-3,7
Manufactura	-0,8	4,3	1,9	5,5	0,7	3,0
<i>De procesamiento</i>						
<i>de recursos primarios</i>	-3,6	-2,3	-2,9	-5,6	-2,6	-4,0
<i>No primaria</i>	0,0	6,4	3,2	8,3	1,6	4,8
Electricidad y agua	6,1	6,3	6,2	4,9	3,9	4,4
Construcción	10,4	7,9	9,2	3,5	4,7	4,1
Comercio	0,3	6,5	3,6	7,2	2,3	4,5
Otros servicios	1,3	5,8	3,6	5,6	3,6	4,5
<b>VALOR AGREGADO BRUTO (VAB)</b>	<b>3,2</b>	<b>6,7</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>3,3</b>	<b>4,2</b>
Impuestos a los productos y derechos de importación	-1,6	6,3	2,4	11,9	4,2	7,9
<b>PBI</b>	<b>2,7</b>	<b>6,7</b>	<b>4,8</b>	<b>5,8</b>	<b>3,4</b>	<b>4,5</b>
VAB sectores primarios	9,4	8,4	8,8	1,4	4,0	2,9
VAB sectores no primarios	1,6	6,2	4,0	6,2	3,1	4,6

## **I5 Gasto público y cuentas fiscales**

27. Durante el primer semestre del año 2003, el déficit del Sector Público No Financiero fue equivalente a 1 por ciento del PBI, nivel inferior en 0,5 de punto porcentual al observado en similar período del año anterior. El menor déficit fue consecuencia de una mejora en el resultado primario, mientras que los gastos financieros (intereses de la deuda pública) mantuvieron la participación en el PBI.
  
28. La mejora en las cuentas del sector público reflejó principalmente el incremento real de 11,5 por ciento en los ingresos del gobierno central (equivalente a 0,9 por ciento del PBI), que fue parcialmente compensado por el menor resultado del resto de entidades del sector público en 0,4 por ciento del PBI. La mejora en la recaudación se debió a las medidas tributarias adoptadas en el segundo semestre de 2002 (los sistemas de retención, detracción y percepción del IGV y el anticipo adicional del Impuesto a la Renta), a la mayor regularización por Impuesto a la Renta, y al efecto del crecimiento económico del período. De otro lado, el deterioro en las cuentas del Resto de entidades del sector público reflejó una mayor redención de Bonos de Reconocimiento por parte del Fondo Consolidado de Reservas Previsionales (FCR) y el impacto adverso de las variaciones del precio internacional del petróleo en las cuentas de Petroperú.

Por su parte, el gasto no financiero del gobierno central creció 5,1 por ciento en términos reales durante el primer semestre de 2003 respecto al mismo periodo del año anterior. Esta expansión del gasto reflejó principalmente mayores gastos corrientes asociados a incrementos salariales sectoriales (poder judicial, universidades, educación y regiones), al nombramiento de personal contratado (educación y salud), así como las mayores transferencias a la Oficina de Normalización Previsional (ONP) para atender la regularización de pensiones devengadas.

29. A pesar de la reducción del déficit fiscal, los mayores egresos por amortización de la deuda pública tanto interna cuanto externa, implicaron que el requerimiento bruto de financiamiento del Sector Público No Financiero pasara de US\$ 922 millones en el primer semestre de 2002 a US\$ 1 019 millones en el primer semestre de 2003. Esta demanda de recursos fue cubierta principalmente con desembolsos externos por US\$ 917 millones, la emisión de bonos internos por el equivalente a US\$ 223 millones, condonación de deuda externa por US\$ 19 millones y recursos provenientes del proceso de promoción de la inversión privada por US\$ 10 millones.

**Cuadro 15****OPERACIONES DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**

(Porcentaje del PBI)

	2002			2003		
	I Trim.	II Trim.	I Sem.	I Trim.	II Trim.	I Sem.
1. Ingresos corrientes del Gobierno Central	13,4	13,5	13,5	14,7	14,1	14,4
2. Gastos no financieros del Gobierno Central	13,1	13,4	13,3	13,3	13,4	13,4
<i>Corrientes</i>	11,8	11,4	11,6	11,9	11,8	11,8
<i>Capital</i>	1,3	1,9	1,6	1,4	1,6	1,5
3. Resto	0,7	0,0	0,3	-0,3	0,1	-0,1
4. Resultado primario	0,9	0,1	0,5	1,0	0,8	0,9
5. Intereses	2,0	1,9	2,0	2,1	1,9	2,0
6. Resultado económico	-1,1	-1,8	-1,5	-1,0	-1,1	-1,0
7. Financiamiento	1,1	1,8	1,5	1,0	1,1	1,0
- <i>Externo</i>	3,7	0,3	1,9	4,3	-1,9	1,0
- <i>Interno</i>	-2,9	0,9	-0,9	-3,3	2,9	0,0
- <i>Privatización</i>	0,3	0,5	0,4	0,0	0,0	0,0

**L6 Cuentas externas****Balanza comercial**

30. Durante el primer semestre de 2003 la balanza comercial registró un superávit de US\$ 186 millones, superior en US\$ 151 millones al del primer semestre de 2002. Esta mejora se explica por el crecimiento de las exportaciones en 19 por ciento, mientras que las importaciones lo hicieron en 15 por ciento.

En el período bajo análisis, las **exportaciones** alcanzaron US\$ 4 205 millones mayores en 19 por ciento, debido al incremento de las exportaciones tradicionales (22 por ciento) y no tradicionales (12 por ciento). El incremento de las **exportaciones tradicionales** se explica básicamente por el aumento de las exportaciones de oro. Con relación a las **no tradicionales**, en el período enero-junio las exportaciones que más crecieron fueron las textiles con 21 por ciento, químicas con 21 por ciento y pesqueras con 16 por ciento, mientras que por otro lado disminuyeron las exportaciones de metal-mecánicas en 17 por ciento y de maderas y papeles en 8 por ciento.

Por su parte, el incremento de las **importaciones** durante el primer semestre de 2003 se explica principalmente por el crecimiento de las compras de insumos (20 por ciento), lo cual obedece a las mayores adquisiciones de combustibles, lubricantes y conexos (63 por ciento), cuyos precios aumentaron 32,4 por ciento.

En el primer semestre los términos de intercambio registran una caída de 1 por ciento debido a que el aumento de los precios de importación (7 por ciento) superó a los de exportación (6 por cien-

to). En el caso de las exportaciones, el incremento obedeció a los mayores precios de oro (16 por ciento), cobre (10 por ciento), petróleo y derivados (23 por ciento) y estaño (24 por ciento). Por su parte, los principales productos de importación que subieron en el primer semestre con respecto al mismo periodo del año anterior fueron petróleo y derivados (32 por ciento), soya (17 por ciento), maíz (13 por ciento) y trigo (9 por ciento).

### **Cuenta corriente y flujo de capitales**

31. En el primer semestre de 2003 la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un déficit de US\$ 648 millones, similar al registrado en el primer semestre de 2002 (US\$ 645 millones).

La cuenta de capitales registró un flujo de US\$ 1 011 millones en el primer semestre de 2003, menor en US\$ 39 millones al de igual período de 2002. En el caso de la inversión directa extranjera, el flujo del primer semestre alcanzó US\$ 587 millones, destacando el proyecto Camisea (US\$ 294 millones) y la empresa TIM Perú (aproximadamente US\$ 150 millones).

#### **Cuadro 16**

#### **BALANZA DE PAGOS**

(Millones de U.S. dólares)

	2002			2003		
	I Trim.	II Trim.	I Sem.	I Trim.	II Trim.	I Sem.
<b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>	<b>- 388</b>	<b>- 257</b>	<b>- 645</b>	<b>- 464</b>	<b>- 184</b>	<b>- 648</b>
1. Balanza comercial	- 69	104	35	- 20	206	186
a. Exportaciones	1 574	1 966	3 540	2 023	2 183	4 205
b. Importaciones	- 1 643	- 1 862	- 3 505	- 2 043	- 1 976	- 4 019
2. Servicios	- 253	- 231	- 484	- 271	- 242	- 513
3. Renta de factores	- 310	- 383	- 693	- 443	- 427	- 871
4. Transferencias corrientes	244	253	497	270	280	550
<b>II. CUENTA CAPITALES</b>	<b>489</b>	<b>561</b>	<b>1 050</b>	<b>1 314</b>	<b>- 303</b>	<b>1 011</b>
1. Sector privado 1/	- 0	515	515	719	33	752
2. Sector público	489	45	534	595	- 336	259
<b>III. FINANCIAMIENTO EXCEPCIONAL</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>17</b>	<b>19</b>
<b>IV. FLUJO DE RESERVAS NETAS DEL BCR (1 - 2)</b>	<b>- 101</b>	<b>- 304</b>	<b>- 405</b>	<b>- 851</b>	<b>470</b>	<b>- 382</b>
(Incremento con signo negativo)						
1. Variación del saldo de RIN	- 173	- 340	- 513	- 845	446	- 399
2. Efecto valuación y monetización de oro	- 72	- 36	- 108	6	- 23	- 18

1/ Incluye capitales de corto plazo y errores y omisiones netos  
Fuente: BCR, MEF, SUNAT y empresas.



## II. PROYECCIONES

32. En este Reporte se mantiene la proyección de crecimiento del PBI de 2003 en 4,0 por ciento, compensándose el menor dinamismo de la demanda interna por un mejor desempeño de las exportaciones netas. Estas menores previsiones de crecimiento de la demanda interna con relación al Reporte de Inflación de mayo se asocian a la desaceleración observada durante el segundo trimestre en el consumo del sector privado. Para el año 2004, las proyecciones de crecimiento del PBI se han revisado hacia la baja de 4,5 a 4,0 por ciento, debido al menor crecimiento observado en la inversión privada.

Cuadro 17

### PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN: AGOSTO 2003 vs MAYO 2003

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

1/ Proyección

2/ Incluye capitales de corto plazo y errores y omisiones netos

3/ Excluye Impuesto a las Acciones del Estado

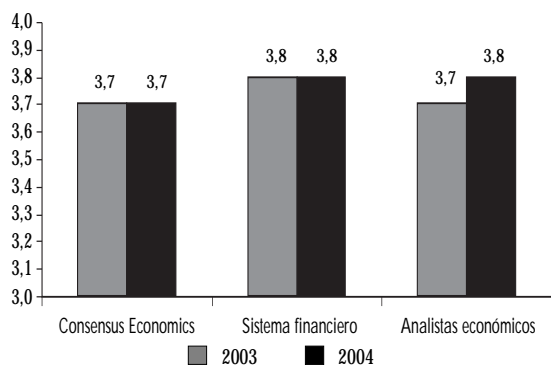
Las proyecciones de inflación para el año 2003 se han revisado a la baja, ubicándose en el tramo inferior de la meta (1,5-2,5 por ciento). La inflación ha venido mostrando una tendencia decreciente desde el mes de abril, una vez terminados los efectos del aumento significativo de la cotización del precio internacional del petróleo.

En el 2003, la cuenta corriente de la balanza de pagos tendría un déficit de 2,0 por ciento del PBI, ligeramente mayor a la proyección de mayo (1,9 por ciento). Se ha revisado a la baja las proyecciones de la cuenta de capitales de US\$ 1 796 millones en el Reporte de mayo a US\$ 1 595 millones, al considerarse una menor entrada de capitales públicos en US\$ 370 millones, en parte compensados por un aumento de los capitales privados (incluyendo privatización) en US\$ 169 millones. En el flujo de capitales privados destaca el proyecto de Camisea con US\$ 735 millones. Se ha revisado a la baja el estimado de acumulación de reservas internacionales netas para el presente año de US\$ 625 a US\$ 350 millones, en línea con los menores estimados de ingresos por privatizaciones.

Para el 2004, el déficit en cuenta corriente se reduciría a 1,9 por ciento del PBI equivalente a US\$ 1 230 millones y el flujo de capitales tanto públicos como privados alcanzarían US\$ 1 330 millones. Con ello se espera acumular un nivel de reservas internacionales netas por un monto de US\$ 100 millones.

La proyección del déficit fiscal para los años 2003 y 2004 es similar a la registrada en el Reporte de mayo, no obstante un aumento en el gasto no financiero del gobierno central, financiado con el incremento de los ingresos vía el alza de algunas tasas impositivas como la del IGV (de 18 a 19 por ciento), la eliminación de exoneraciones tributarias y un comportamiento creciente de los ingresos tributarios asociado a mejoras en el sistema de recaudación. Así, la proyección de ingresos corrientes del gobierno central para el 2003 se eleva de 14,2 por ciento del PBI en el Reporte de mayo a 14,5 por ciento, en tanto que la del 2004 pasa de 14,3 a 14,8 por ciento.

**Gráfico 20**  
**EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL PBI**



Fuente: Consensus Economics y Encuesta de Expectativas Macroeconómicas.

## II.1 Actividad económica

33. Las expectativas de los agentes económicos reflejadas en las encuestas del BCR a entidades financieras y especialistas económicos así como las encuestas del *Consensus Economics* indican en promedio un crecimiento de la producción de 3,7 por ciento para el 2003 y 3,8 por ciento para el 2004.
34. Para el segundo semestre de 2003 se espera tasas de crecimiento de 3,4 y 4,3 por ciento para el consumo y la inversión privada, respectivamente, lo que llevaría a que la **demand interna** crezca en el año 3,6 por ciento.

## Cuadro 18

## DEMANDA Y OFERTA GLOBAL

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

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

\* Proyección

El **consumo privado** crecería 3,6 por ciento en el 2003 y en el 2004, impulsado por el crecimiento del ingreso nacional, la disminución del desempleo y la reducción del costo del crédito.

La **inversión privada** crecería 5,1 por ciento en el 2003 y 5,7 por ciento en el 2004. Contribuiría a ello las utilidades de las empresas, las que en el caso de las manufactureras que cotizan en bolsa han crecido 57 por ciento y 17 por ciento en el año 2002 y el primer semestre de 2003, respectivamente. Asimismo, la mayor inversión estaría asociada a proyectos como Camisea, Alto Chicama, la ampliación de Southern y Antamina, Minas Conga, Tim Perú, Lima Airport Partners; así como la expansión de centros comerciales tanto en Lima como en provincias.

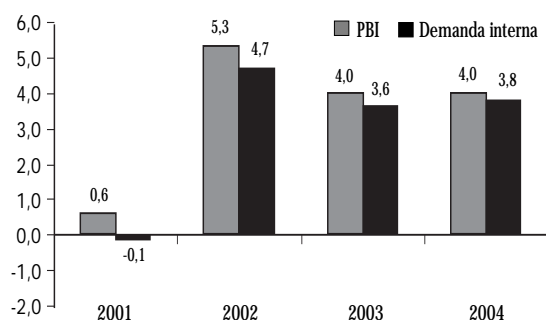
El **consumo y la inversión pública** mostrarían un crecimiento de 4,0 y 2,3 por ciento en el 2003 versus 1,6 y -5,0 por ciento de 2002. Para el 2004, se espera una expansión del consumo público en 2,1 por ciento y de la inversión pública en 4,7 por ciento.

Se espera que las **exportaciones** de bienes y servicios crezcan a tasas de 4,7 y 6,8 por ciento en el 2003 y 2004 debido a los mayores volúmenes exportados de minerales, especialmente oro y cobre, así como a mayores ventas de prendas de vestir por los beneficios derivados del Acuerdo de Promoción Comercial Andina y Erradicación de la Droga (ATPDEA).

## Gráfico 21

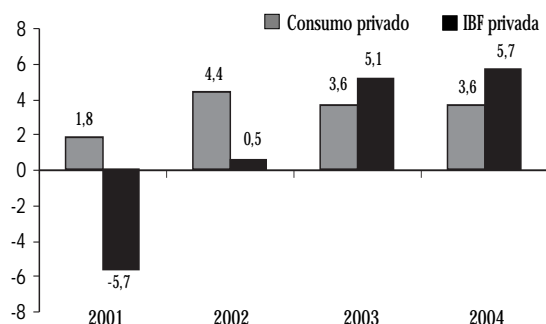
## PBI Y DEMANDA INTERNA: 2001-2004

(Variaciones porcentuales reales)



## CONSUMO E INVERSIÓN PRIVADA: 2001-2004

(Variaciones porcentuales reales)



35. Para el 2004, el crecimiento económico (4 por ciento) estaría liderado por los sectores primarios (4,5 por ciento), particularmente por la recuperación de la pesca en 7 por ciento y la expansión de la minería en 5,5 por ciento y de las actividades de procesamiento de recursos primarios en 5,3 por ciento. Los sectores no primarios crecerían 3,9 por ciento, asociados al desempeño de la manufactura no primaria (4 por ciento) y la construcción (5 por ciento).

**Cuadro 19**

**PRODUCTO BRUTO INTERNO**

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

	2002	2003 *	2004 *
Agropecuario	5,8	3,4	3,4
Pesca	3,1	-6,4	7,0
Minería e hidrocarburos	11,3	5,1	5,5
Manufactura	4,2	3,5	4,2
Construcción	8,3	5,0	5,0
Comercio	3,8	4,2	3,8
Servicios	4,5	3,8	3,7
<b>VALOR AGREGADO BRUTO (VAB)</b>	<b>5,1</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>
Impuestos a los productos y derechos de importación	7,5	5,1	4,3
<b>PBI</b>	<b>5,3</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
VAB Sectores primarios	6,4	3,1	4,5
VAB Sectores no primarios	4,8	4,1	3,9

\* Proyección

36. La posibilidad de registrar tasas mayores de crecimiento de la actividad respecto a la tendencia dependerá de la aceleración en el desarrollo de la infraestructura pública mediante la participación del sector privado, la ampliación de las exportaciones de Camisea, en un contexto de mayor demanda de combustible en Estados Unidos, y el logro de acuerdos de libre comercio que permitan acceder a mercados más amplios.

**RECUADRO 1**

**PROYECTO CAMISEA**

En 1983 la compañía Shell inició la primera exploración de los yacimientos de gas natural de Camisea, ubicados en el Departamento del Cusco. En 1990 se firmó el contrato para el desarrollo del proyecto. Debido a su magnitud y a las demandas que planteaba en términos de infraestructura, éste fue dividido en dos: el de explotación y el de transporte y distribución.

La fase de explotación consiste en extraer el gas y conducirlo a la localidad de Malvinas (Cusco), en donde se construye una planta de separación de líquidos del gas natural y una de compresión para reinyección y transporte. En la segunda fase se considera la construcción de un sistema de transporte compuesto por dos ductos desde Malvinas, uno para el gas hasta el City-Gate de Lurín y otro para los líquidos que termina en Pisco, lugar en el que se levanta una planta de fraccionamiento y otra de condensados, que permitirán la fabricación de combustibles destinados a la exportación. Desde el City-Gate se construye una red de tuberías que terminará en Ventanilla y que, atravesando la ciudad de Lima, permitirá la distribución del gas. Se estima que la fase pre-operativa del proyecto de Camisea, tanto en lo que se refiere a explotación como a transporte y distribución, culminará en julio de 2004 para entrar en funcionamiento en agosto de 2004.

La inversión realizada en el proyecto asciende a US\$ 990 millones hasta junio de 2003 y se proyecta que la inversión total llegará a US\$ 1 635 millones.

**Camisea: Inversiones en la etapa pre-operativa**  
(Millones de US dólares)

Fase	Inversión Realizada				Inversión Proyectada			Total Inversión
	2001	2002	2003 Ene-Jun	Total	2003 Jul-Dic	2004	Total	
Exploración	48	301	116	465	184	48	232	697
Transporte	67	260	168	495	232	146	378	873
Distribución	0	21	9	30	25	10	35	65
<b>Total</b>	<b>115</b>	<b>582</b>	<b>293</b>	<b>990</b>	<b>441</b>	<b>204</b>	<b>645</b>	<b>1 635</b>

La entrada en operación de Camisea permitirá reducir el déficit de la balanza petrolera de US\$ 450 millones en el 2002 a US\$ 200 millones en el 2005 y contribuirá a incrementar la productividad de la economía del país permitiendo reducir costos de energía y mejorar nuestra competitividad.

Adicionalmente a las inversiones estimadas deben contemplarse las que generaría la exportación de gas natural licuado (GNL) al sur de los Estados Unidos, aprovechando el excedente de producción de los yacimientos. Dicho proyecto involucraría la inversión de US\$ 1 800 millones, de los cuales US\$ 1 000 millones se destinarían a la construcción de una planta de licuefacción. El importe de esta inversión modificaría las proyecciones de actividad de este Reporte de Inflación.

---

## RECUADRO 2

---

### FLUCTUACIONES ECONÓMICAS Y CRECIMIENTO

---

El nivel de actividad económica se caracteriza por presentar fluctuaciones al alza y a la baja respecto a su tendencia. Por lo general, se asocia el crecimiento del PBI tendencial a factores estructurales o de oferta de la economía, tales como nivel de inversión, productividad, capital humano, etc. Por su parte, las fluctuaciones del producto alrededor de su tendencia se vinculan a choques (positivos o negativos) de carácter transitorio. La magnitud y duración de estas fluctuaciones o ciclos económicos responde a las políticas fiscales y monetarias. En la fase expansiva, el crecimiento del gasto agregado se acelera (en particular la inversión privada) y con ello las ventas a las empresas.

La fase expansiva termina cuando aparecen expectativas negativas de los agentes acerca de la evolución actual de la economía frente a su crecimiento tendencial o cuando se produce algún choque negativo que afecta la evolución futura de las economías. Las políticas fiscales y monetarias se deben orientar a reducir la amplitud de los ciclos económicos.

Para analizar las distintas fases del ciclo en la economía peruana se usó datos para el período 1965-2002, a partir de los cuales se identificaron 5 períodos de expansión o períodos donde el PBI se encontraba por encima del crecimiento tendencial e igual número de períodos de recesión o períodos donde el producto corriente se encontraba por debajo del crecimiento de tendencia. Para cada período se definieron dos fases: generación (donde se da nacimiento a la fase de expansión o recesión) y transición (aquél donde se da el paso de una fase de expansión a recesión y viceversa).

- Las fases de generación de la expansión se caracterizan por un crecimiento del producto por encima del 6 por ciento, una expansión del consumo privado mayor al 5 por ciento y tasas de crecimiento de la inversión bruta fija superiores al 15 por ciento.
  - Durante la fase de transición a la expansión se observa un crecimiento del producto que no supera el 5 por ciento, uno del consumo privado por debajo del 4,5 por ciento y una expansión de la inversión bruta fija de hasta 14 por ciento.
  - El comportamiento del gasto público (consumo más inversión pública) muestra un comportamiento procíclico.
-

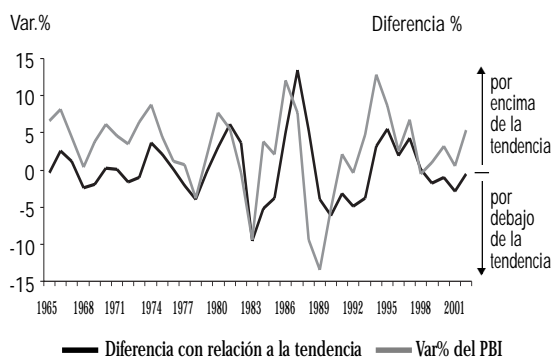
## Períodos de crecimiento por encima de la tendencia

Años	Fase		PBI (var. %)	Consumo privado (var. %)	Inversión bruta fija total (var. %)	Gasto público (var. %)	Inflación (var. %)
1965-67	Generación	1965-66	7,4	8,2	15,8	8,1	11,2
	Transición	1967	4,4	7,9	-8,0	-1,6	19,0
1974-76	Generación	1974	8,8	6,8	26,6	22,2	19,1
	Transición	1975-76	2,8	3,0	-5,2	6,0	34,3
1980-82	Generación	1980-81	6,6	5,7	25,4	16,5	66,4
	Transición	1982	-0,3	-0,9	-3,9	7,1	72,9
1986-88	Generación	1986-87	9,9	11,0	19,4	3,2	88,7
	Transición	1988	-9,4	-8,3	-14,7	-20,2	1 722,3
1994-98	Generación	1994-95	10,7	9,7	27,8	9,1	12,8
	Transición	1996-98	2,9	2,2	3,7	4,2	8,1

## Períodos de crecimiento por debajo de la tendencia

Años	Fase		PBI (var. %)	Consumo privado (var. %)	Inversión bruta fija total (var. %)	Gasto público (var. %)	Inflación (var. %)
1968-73	Generación	1968	0,4	1,0	-15,0	1,7	9,8
	Transición	1969-73	4,9	4,1	13,8	8,7	7,4
1977-79	Generación	1977-78	-1,6	-3,7	-8,6	-7,7	53,2
	Transición	1979	2,0	-2,7	9,8	-2,3	66,7
1983-85	Generación	1983	-9,3	-2,5	-30,2	-9,6	125,1
	Transición	1984-85	2,9	3,4	-9,3	-4,3	134,9
1989-93	Generación	1989-90	-9,3	-8,8	-5,9	-13,1	5 212,5
	Transición	1991-93	2,2	2,2	4,5	6,3	78,5
1999-2003	Generación	1999-2001	1,5	1,8	-8,5	-1,2	2,4
	Transición	2002-2003	4,6	3,8	2,3	3,3	2,0

## DIFERENCIA DEL PBI CON RELACIÓN A SU TENDENCIA Y VAR% DEL PBI REAL: 1965-2002



La fase actual del ciclo presenta tasas moderadas de crecimiento tanto del consumo cuanto de la inversión, características de una fase de transición a la expansión pero con tasas menores que las observadas en una etapa de expansión económica.

## II.2 Agregados monetarios

37. Las proyecciones de crecimiento de los agregados monetarios en moneda nacional para el 2003 en el presente Reporte de Inflación mantienen las tendencias anunciadas en los reportes anteriores. En particular, se proyecta que se mantiene el mayor dinamismo de los agregados monetarios en soles, que se viene registrando desde el año 2001. A diciembre de 2003, se proyecta que el saldo de la liquidez en moneda doméstica crezca 11 por ciento, en contraste con un saldo de liquidez en dólares que se proyecta se mantenga constante

respecto a diciembre de 2002. Para el 2004, se proyectan cifras de crecimiento de la liquidez en soles y dólares de 12,5 por ciento y 2,1 por ciento, respectivamente.

En el 2003, el crédito en soles del sistema bancario al sector privado crecería 14 por ciento, en tanto que el extendido en moneda extranjera se contraería en 2 por ciento. Esta desdolarización del crédito del sistema bancario al sector privado estaría asociada a la continua estabilidad de los mercados financieros domésticos.

38. Para el año 2003 y 2004 se estima un crecimiento del saldo promedio de emisión primaria de 7,5 y 7,0 por ciento, respectivamente. Esta proyección se sustenta en el incremento nominal esperado de las transacciones en la economía, por un crecimiento nominal del PBI de 6 por ciento en el 2003 y 2004, respectivamente.

#### Cuadro 20

#### TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DE LA LIQUIDEZ Y DEL CRÉDITO

(Variaciones porcentuales a doce meses de los saldos a fin de período)

	Dic. 2001	Dic. 2002	Dic. 2003			Dic. 2004	
			Reporte enero	Reporte mayo	Reporte agosto	Reporte mayo	Reporte agosto
1. Circulante	9,0	13,5	9,2	9,0	9,0	6,5	6,5
2. Liquidez en soles	13,5	9,9	12,0	13,0	11,0	13,5	12,5
3. Crédito en soles							
Sistema bancario	2,7	7,2	11,3	14,0	14,0	17,5	14,8
Sistema financiero	9,3	10,3	13,5	14,0	15,0	18,0	15,0
4. Crédito en US\$							
Sistema bancario	-3,8	-3,5	5,1	1,9	-2,0	1,9	1,5
Sistema financiero	-4,1	-1,9	5,0	2,0	0,0	2,0	1,5

### II.3 Entorno internacional

#### Crecimiento mundial

39. Las perspectivas del crecimiento económico mundial han sido revisadas **ligeramente** hacia la baja, debido principalmente al bajo crecimiento de las economías europeas. De acuerdo al FMI, la proyección para el crecimiento mundial en el 2003, se estaría ubicando en 3,1 por ciento y en el 2004 ascendería a 4,0 por ciento. En general se espera que hacia el 2004 la recuperación económica de Estados Unidos se consolide y de este modo impulse la actividad económica mundial.



A pesar del menor dinamismo de la economía mundial, la proyección del crecimiento económico de los principales socios económicos de Perú, ponderados por la participación en nuestro comercio externo, se estima en 1,9 por ciento, mientras que el crecimiento proyectado para el 2004 alcanza a 3,4 por ciento, en línea con lo proyectado en el Reporte de Inflación del mes de mayo.

**Cuadro 21**  
**PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL PBI DE LOS PRINCIPALES**  
**SOCIOS COMERCIALES**

	Ejecución 2002	Mayo		Agosto	
		2003	2004	2003	2004
Mundial *	3,0	3,3	4,2	3,1	4,0
Promedio Socios Comerciales **	1,6	1,9	3,4	1,9	3,4
Norteamérica	2,4	2,3	3,6	2,3	3,7
Europa	1,2	1,5	2,2	1,2	2,1
Asia	4,1	3,7	4,1	3,8	4,1
América Latina	-1,1	0,4	3,9	0,6	3,8

\* World Economic Outlook (abril 2003 y agosto 2003)

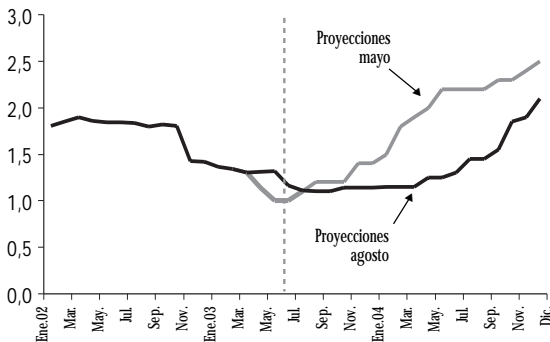
\*\* Datos del Consensus Forecast (mayo 2003 y agosto 2003)

40. La proyección del crecimiento de Estados Unidos, estimada por Consensus Forecasts, se mantiene en 2,3 por ciento para el 2003. A medida que el impulso fiscal del gobierno se ejecute y se sigan manteniendo tasas de interés bajas, se espera que la economía muestre una reactivación más pronunciada a finales del presente año y durante todo el 2004, estimándose un crecimiento de 3,7 por ciento para el próximo año.

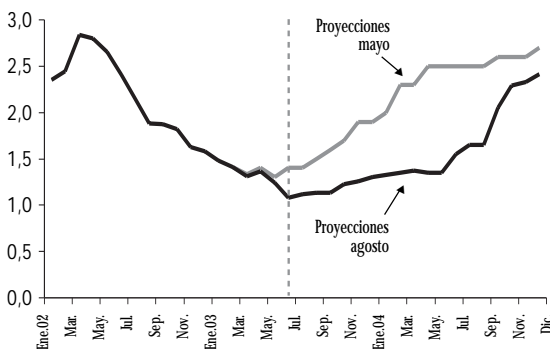
En Europa, la proyección de crecimiento ha sido corregida hacia abajo de 1,5 a 1,2 por ciento para el 2003, y de 2,2 a 2,1 por ciento para el 2004.

Para América Latina se ha mantenido la proyección para el 2003 en 0,6 por ciento. Cabe mencionar sin embargo que se ha producido una recomposición de las tasas de crecimiento, en donde Brasil y México presentarían un menor dinamismo, compensado por la mayor proyección de crecimiento de Argentina. Se ha incrementado la proyección de crecimiento de Argentina de 3,9 (Reporte de Inflación de mayo) a 5,3 por ciento para el 2003. Para América Latina se prevé en el 2004 un crecimiento de 3,8 por ciento.

**Gráfico 22**  
**LIBOR A 1 MES: EJECUCIÓN Y PROYECCIÓN**



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



**Tasas de interés internacionales**

41. Las tasas de interés internacionales afectan a la demanda interna a través de la tasa de interés real en dólares y a la trayectoria del tipo de cambio nominal. Las tasas de interés internacionales han venido disminuyendo continuamente durante los últimos años respondiendo a la desaceleración del crecimiento de las economías desarrolladas.

En la medida que se espera que los Estados Unidos recién esté creciendo de manera sólida a partir del 2004, se proyecta que la Libor continúe alrededor de los niveles actuales hasta inicios del próximo año. Desde el Reporte de Inflación pasado, la FED redujo una vez más la tasa de fondos federales de 1,25 a 1,0 por ciento (25 de junio), el valor más bajo registrado en los últimos 45 años. Además, en dicha reunión se anunció la disposición a mantener las tasas de interés bajas con el objetivo principal de contener las presiones deflacionarias que se habían venido observado y de promover una recuperación más rápida de la economía norteamericana.

El Banco Central Europeo también redujo su tasa de interés de política de 2,5 a 2,0 por ciento (5 junio). No obstante, el mercado esperaba un recorte mayor en la tasa de política de manera que se logre reactivar la demanda interna.

Para el 2004, se espera que las tasas de interés vayan incrementándose, en particular a partir del segundo semestre, conforme la economía mundial se recupere.

**RECUADRO 3**

**RIESGOS DE DEFLACIÓN MUNDIAL**

La deflación se define como un proceso continuo y generalizado de reducción de los precios en la economía, incluyendo precios de activos, en un entorno de recesión severa.

El contexto actual de desaceleración del crecimiento de las principales economías del mundo ha presionado las tasas de inflación a la baja. Si bien los riesgos de una deflación global son bajos, los bancos centrales han recortado las tasas de interés y anunciado, como es el caso de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED), la intención de mantener esta posición de política monetaria hasta superar este riesgo.

Cuando las tasas de interés nominales se encuentran cercanas a cero, las presiones deflacionarias limitan la efectividad de la política monetaria debido a que el banco central no tiene mayor capacidad de modificar la tasa de interés («trampa de liquidez»).

Existen diferentes mecanismos que pueden amplificar el ciclo recesivo de una deflación en intensidad y duración: contracción del gasto privado por un menor valor de los activos de las familias, deterioro del valor de los colaterales de los créditos y la subsecuente contracción crediticia, elevación de la morosidad que conduce a crisis bancarias, aumento significativo del desempleo por la rigidez a la baja de los salarios.

En la actualidad, en un contexto de desaceleración del crecimiento, las principales economías del mundo han experimentado una reducción en sus tasas inflacionarias. En respuesta, los bancos centrales de estos países han recortado sus tasas de interés con el objetivo de contrarrestar los efectos de una posible deflación.

Según un documento recientemente elaborado por el FMI (2003) <sup>1/</sup>, Estados Unidos enfrenta un riesgo deflacionario moderado, a diferencia de Alemania y Japón, donde la eventualidad de una caída generalizada de precios es probable. Asimismo, se menciona que la baja de precios en China refleja un crecimiento acelerado de su PBI potencial debido a choques positivos de oferta. Este proceso deflacionario difiere de lo que viene ocurriendo en los países mencionados anteriormente, en donde la tendencia decreciente de los precios está desarrollándose en un contexto de recesión económica.

Para el Perú, los efectos directos de una recesión internacional y una baja inflación importada afectarían el desempeño tanto de la demanda agregada (por medio de una caída de la demanda externa por nuestras exportaciones), como de la oferta agregada (menor presión inflacionaria debido a una disminución de los precios de los bienes importados). Por otra parte, las menores tasas de interés internacionales se transmitirían a través del mercado financiero local, generando un incremento de la demanda de fondos prestables en dólares y un ahorro financiero para los tomadores de préstamos en esta moneda. Estos efectos atenuarían los impactos directos mencionados anteriormente.

En resumen, la deflación impone costos a la economía de un país en términos de producto y desempleo, así como redistribuciones no deseadas. Por ello, la respuesta de los bancos centrales en este caso es flexibilizar su política monetaria.

---

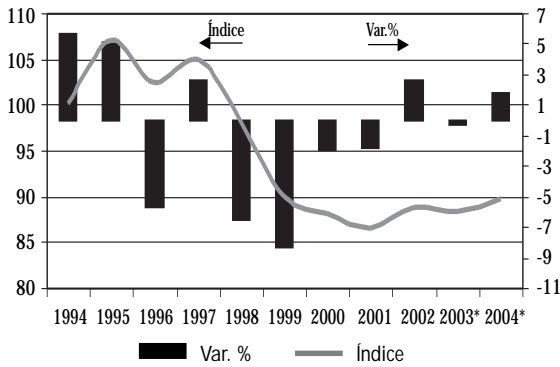
1/ FMI (2003), «Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options»- Occasional Paper 221

---

### ***Términos de intercambio***

42. Una mejora en los términos de intercambio tiene un impacto expansivo sobre la demanda agregada por mayores precios relativos de nuestros bienes de exportación respecto a los bienes que se importan.

**Gráfico 23**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**



\* Proyección.

Se proyecta una variación anual promedio de los términos de intercambio de -0,4 por ciento para el 2003, menor a la proyectada en el Reporte de mayo (0,7 por ciento). Esta caída se da a pesar de proyectarse un aumento mayor del precio de las exportaciones (5,2 por ciento versus 4,6 por ciento), básicamente por el mayor precio del oro. El precio de las importaciones tendría un incremento de 5,7 por ciento, mayor al 3,9 por ciento proyectado en mayo, lo que responde principalmente al mayor aumento del precio de los combustibles de 19,7 por ciento versus 11,7 por ciento. Así, en mayo se proyectaba que la cotización del petróleo WTI sería de US\$ 25,2 al finalizar el 2003, estimado que se ha elevado a US\$ 29,3 en la proyección actual.

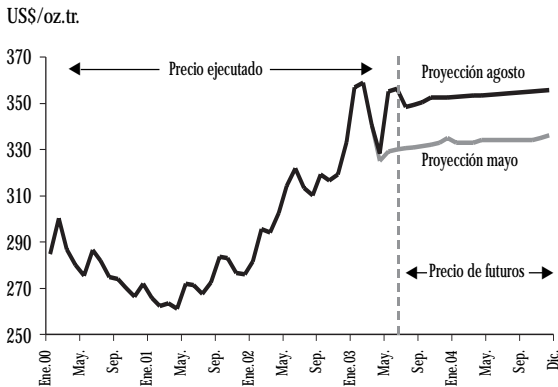
Para el 2004 se proyecta un incremento de 1,6 por ciento, explicado por un aumento de 1,2 por ciento del precio de las exportaciones, debido a un aumento del cobre, oro, zinc y café principalmente. Favorecería también la caída de 0,4 por ciento del precio de las importaciones, explicado principalmente por el precio del petróleo.

**Cuadro 22**

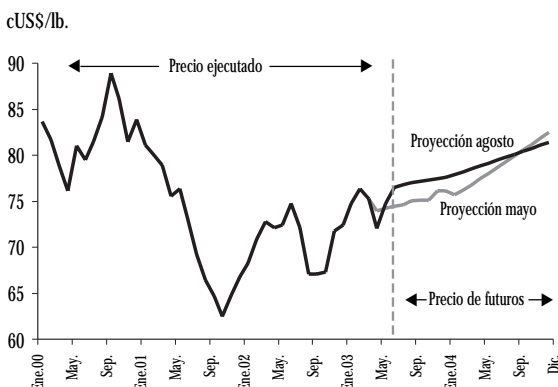
**PROYECCIONES DE LA VARIACIÓN ANUAL DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**

	Proyecciones			
	Mayo		Agosto	
	2003	2004	2003	2004
<b>Términos de intercambio</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,6</b>
Índice de precios de exportación	4,6	0,9	5,2	1,2
Índice de precios de importación	3,9	-0,4	5,7	-0,4

**Gráfico 24**  
**PRECIO DEL ORO: EJECUTADO Y FUTUROS**



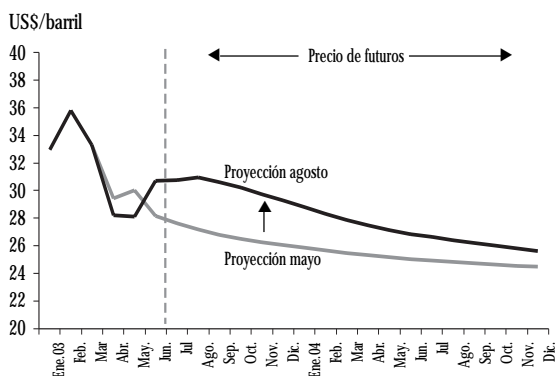
**Gráfico 25**  
**PRECIO DEL COBRE: EJECUTADO Y FUTUROS**



La incertidumbre sobre la recuperación de las principales economías está afectando positivamente la evolución del precio del oro por lo cual se ha revisado la proyección del crecimiento del precio de este producto hacia arriba para el 2003 y para el 2004, de 8,0 a 12,9 por ciento en el 2003, y de una reducción de 0,6 a un incremento de 1,0 por ciento en el 2004. De este modo, se espera una cotización promedio de US\$ 350 y US\$ 354 por onza troy. Asimismo, esta incertidumbre ha provocado que se ajuste hacia abajo las proyecciones del precio del cobre (el precio promedio proyectado del cobre refinado se reduce de US\$/lb 0,80 a US\$/lb 0,78).

Por el lado de las importaciones, la variación promedio del precio de petróleo WTI ha sido corregida hacia arriba de 8,7 por ciento a 18,4 por ciento para el 2003, esperándose un precio promedio y fin de período para el 2003 de US\$ 30,9 y US\$ 29,3 por barril, respectivamente. En el Reporte de Inflación de Mayo se proyectó un precio promedio y fin de período

**Gráfico 26**  
**PRECIO DEL PETRÓLEO WTI: EJECUTADO Y FUTUROS**



do para el 2003 de US\$ 28,4 y US\$ 25,2 por barril, respectivamente. Este aumento en la proyección es consecuencia de la incertidumbre que se viene generando por el bajo nivel de producción y exportación de Irak, así como por los bajos niveles de inventarios de gasolina en EE.UU.

## II.4 Sector externo

### Balanza comercial

43. Tomando en cuenta los desarrollos en los términos de intercambio y en la economía mundial, se estima que la balanza comercial registrará en el 2003 un superávit de US\$ 466 millones.

### Cuadro 23

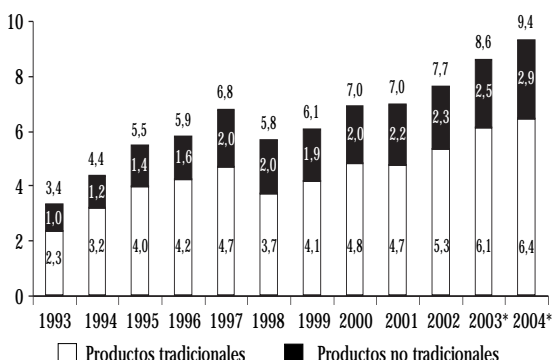
#### BALANZA COMERCIAL

(Millones de U.S. dólares)

	2002	2003 *	2004 *	Var. %	
				2003 *	2004 *
<b>1. EXPORTACIONES</b>	<b>7 647</b>	<b>8 646</b>	<b>9 361</b>	<b>13,1</b>	<b>8,3</b>
Productos tradicionales	5 312	6 099	6 422	14,8	5,3
Productos no tradicionales	2 260	2 469	2 858	9,2	15,8
Otros	75	78	81	4,7	4,0
<b>2. IMPORTACIONES</b>	<b>7 440</b>	<b>8 180</b>	<b>8 607</b>	<b>9,9</b>	<b>5,2</b>
Bienes de consumo	1 770	1 880	2 116	6,2	12,6
Insumos	3 747	4 293	4 320	14,6	0,6
Bienes de capital	1 843	1 901	2 061	3,2	8,4
Otros bienes	80	105	110	31,3	4,3
<b>3. BALANZA COMERCIAL</b>	<b>207</b>	<b>466</b>	<b>754</b>		

\* Proyección

**Gráfico 27**  
**EXPORTACIONES DE BIENES**  
(Miles de millones de US\$)



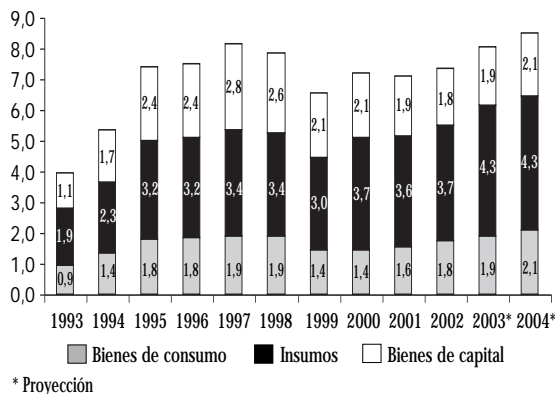
Nota: El total de exportaciones incluye el rubro otras exportaciones.

\* Proyección

44. Se espera que las exportaciones crezcan a tasas de 13,1 y 8,3 por ciento en el 2003 y 2004 debido a los mayores volúmenes exportados de minerales, especialmente oro y cobre, así como a mayores ventas de prendas de vestir por los beneficios derivados del Acuerdo de Promoción Comercial Andina y Erradicación de la Droga (ATPDEA). Durante el 2003, las exportaciones alcanzarían un valor de US\$ 8 646 millones. Se espera un crecimiento de las exportaciones tradicionales debido a las mayores exportaciones de productos mineros y de petróleo en US\$ 656 y US\$ 145 millones, respectivamente. Entre los productos mineros tradicionales, los mayores incrementos se registrarían en las ventas al exterior de oro (US\$ 383 millones) y cobre (US\$ 87 millones), debido tanto a una mejora en su cotización como en los volúmenes embarcados.

Para el 2004, las exportaciones ascenderían a US\$ 9 361 millones, nivel superior en 8 por ciento al valor estimado para el 2003, debido a un crecimiento de 5 por ciento en las exportaciones tradicionales y 16 por ciento en las no tradicionales.

**Gráfico 28**  
**IMPORTACIÓN DE BIENES**  
(Miles de millones de US\$)



45. Se estima que el valor de las importaciones en el año 2003 sería de US\$ 8 180 millones, superior en 10 por ciento al nivel de importaciones de 2002. Este crecimiento es ligeramente mayor al proyectado en el Reporte de mayo (9 por ciento) debido, básicamente, a los mayores precios promedio del crudo importado, los cuales crecían antes en 12 por ciento, mientras que ahora lo harían en 19 por ciento, dado el panorama internacional del crudo, como se señaló anteriormente.

Para el 2004, se espera un crecimiento de las importaciones del 5 por ciento, impulsado por las compras de bienes de capital para la industria (9 por ciento) y de insumos para la industria (12 por ciento), contrarrestado por la disminución de las compras de combustibles (23 por ciento). Estas menores importaciones de combustibles están asociadas al efecto de sustitución de los derivados de petróleo por el uso del gas natural de Camisea, que entraría a operar en agosto de 2004 y a menores precios de importación del crudo proyectados.

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

46. En el 2003, la cuenta corriente de la balanza de pagos tendría un déficit de US\$ 1 245 millones, equivalente a 2,0 por ciento del PBI, ligeramente mayor a la proyección de mayo (1,9 por ciento). Se ha revisado a la baja las proyecciones de la cuenta financiera de US\$ 1 796 millones en el Reporte de mayo a US\$1 595 millones en el actual, al considerarse una menor entrada de capitales públicos en US\$ 370 millones, en parte compensados por un aumento de los capitales privados (incluyendo privatización) en US\$ 169 millones. En el flujo privado destaca el proyecto de Camisea con US\$ 735 millones. Con ello, se ha revisado a la baja el estimado de acumulación de reservas para el presente año de US\$ 625 a US\$ 350 millones.

**Cuadro 24**  
**BALANZA DE PAGOS**  
(Millones de US dólares)

	2002	2003 *	2004 *
<b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>	<b>- 1 206</b>	<b>- 1 245</b>	<b>- 1 230</b>
(Porcentaje del PBI)	-2,1	-2,0	-1,9
<b>II. CUENTA DE CAPITALES</b>	<b>2 191</b>	<b>1 595</b>	<b>1 330</b>
1. Sector privado	903	1 049	570
2. Privatización	186	10	10
3. Sector público	1 102	536	750
<b>III. FLUJO DE RIN</b>	<b>- 985</b>	<b>- 350</b>	<b>- 100</b>
(Incremento con signo negativo)			

\* Proyección

Para el 2004, el déficit en cuenta corriente sería de US\$ 1 230 millones, equivalente a 1,9 por ciento del PBI. El flujo de la cuenta financiera sería positivo en US\$ 1 330 millones, de los cuales US\$ 579 millones provendrían de fuentes privadas (asociados a proyectos como Alto Chicama y Camisea) y US\$ 750 millones de fuentes públicas. Para el 2004 se prevé un incremento de las reservas internacionales de US\$ 100 millones.

Las proyecciones de este Reporte de Inflación muestran una evolución sostenible de la balanza de pagos, sin restricciones de financiamiento, lo cual contribuye a una mejora del riesgo país.

## II.5 Cuentas fiscales

47. Se espera que el déficit fiscal del año 2003 alcance el equivalente a 2,0 por ciento del PBI, por debajo del resultado de 2,3 por ciento obtenido en el 2002. Esta mejora en las cuentas del sector público refleja principalmente un aumento de los ingresos corrientes del gobierno central, los que crecerían en 6,7 por ciento en términos reales, alcanzando el 14,5 por ciento del PBI durante el año 2003. Las medidas tributarias implementadas en el segundo semestre de 2002 (anticipo adicional del impuesto a la renta y mecanismos de pago del IGV), y el aumento en la tasa del IGV a 19 por ciento vigente desde agosto de 2003 explicarían este resultado.

Para el año 2004 se espera una reducción adicional del déficit fiscal, el que alcanzaría el 1,5 por ciento del PBI, en línea con lo previsto en el Marco Macroeconómico Multianual 2004-2006, debido tanto a incrementos en la recaudación asociados principalmente al incremento del IGV y al mayor crecimiento, así como al cumplimiento de los límites al crecimiento del gasto no financiero del gobierno general contenidos en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal.

**Cuadro 25**

**RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Porcentaje del PBI)

	2002	2003 *	2004 *
I. Ingresos corrientes del Gob. Central	14,2	14,5	14,8
de los cuales: Ingresos Tributarios 1/	11,8	12,7	13,0
II. Gastos No Financieros del Gob. Central	-14,5	-14,5	-14,3
III. Otras Entidades Públicas	0,1	0,1	0,1
IV. Intereses	-2,1	-2,1	-2,1
<b>RESULTADO ECONÓMICO (I+II+III+IV)</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,5</b>

\* Proyección

1/ Excluye Impuesto Extraordinario a los Activos del Estado.

48. El gasto no financiero del gobierno central mantendría la participación en el producto registrada en el 2002 (14,5 por ciento) lo que implicaría un crecimiento real de 4,0 por ciento. Debe mencionarse que por Ley 28019 se suspendió durante el 2003 la aplicación del límite al crecimiento real del gasto no financiero del gobierno general (3 por ciento), establecido por la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal. Para el 2004 se espera un crecimiento real de 3,0 por ciento del gasto no financiero del gobierno general.
49. El requerimiento bruto de financiamiento del Sector Público No Financiero ascendería a US\$ 2 704 millones en el año 2003, monto que supera en US\$ 308 millones al observado en el año 2002, debido a un mayor vencimiento de amortizaciones de la deuda pública externa e interna. Esta brecha financiera sería cubierta con recursos externos por US\$ 1 911 millones, los que incluyen US\$ 1 500 millones de desembolsos de libre disponibilidad, condonación de deuda externa por US\$ 33 millones, emisión de bonos domésticos por el equivalente a US\$ 516 millones y fondos generados por el proceso de promoción de la inversión privada por US\$ 157 millones.

En el 2004 el requerimiento bruto de financiamiento se reduciría a US\$ 2 585 millones cubierto principalmente con recursos externos.

**Cuadro 26**

**FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT FISCAL**

(Millones de US\$)

	2002	2003*	2004*
<b>I. RESULTADO ECONÓMICO</b>	<b>- 1 322</b>	<b>- 1 191</b>	<b>- 956</b>
<i>(Porcentaje del PBI)</i>	<i>-2,3</i>	<i>-2,0</i>	<i>-1,5</i>
<b>II. AMORIZACIÓN</b>	<b>- 1 074</b>	<b>- 1 512</b>	<b>- 1 629</b>
1. Interna	- 138	- 371	- 350
2. Externa	- 936	- 1 141	- 1 279
<b>III. REQUERIMIENTO FINANCIERO</b>	<b>2 396</b>	<b>2 703</b>	<b>2 585</b>
1. Externo	1 960	1 911	2 050
2. Interno	436	793	535

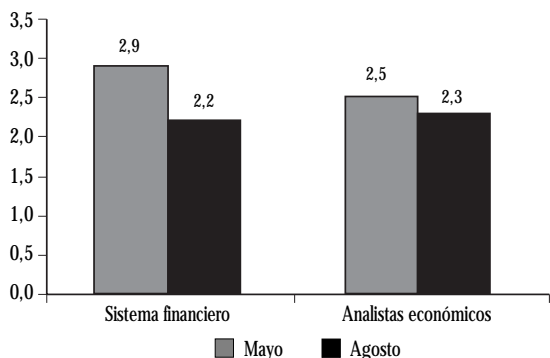
\* Proyección

**II.6. Proyecciones de inflación**

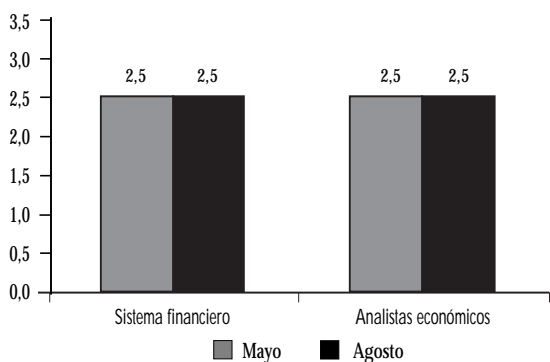
50. Para recoger las expectativas de inflación del mercado para el 2003 y 2004, se revisaron las encuestas que lleva a cabo el BCR entre entidades financieras y analistas económicos. Respecto a las encuestas de mayo, para el 2003 se observa una revisión hacia abajo de las expectativas de inflación, ubicándose actualmente alrededor del 2,2 por ciento. Para el año 2004, las expectativas de inflación reportadas por los analistas económicos y las entidades financieras coinciden con la meta de inflación del BCR.



**Gráfico 29**  
**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (VAR. %): 2003**  
Encuestas de mayo y agosto

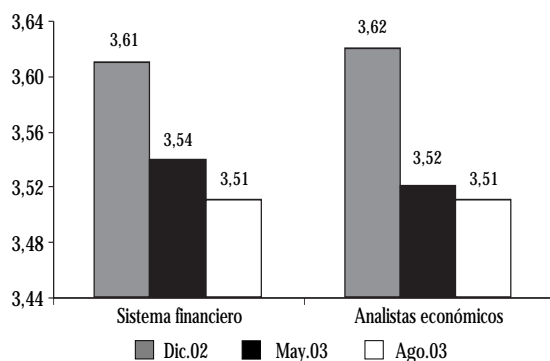


**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (VAR. %): 2004**  
Encuestas de mayo y agosto

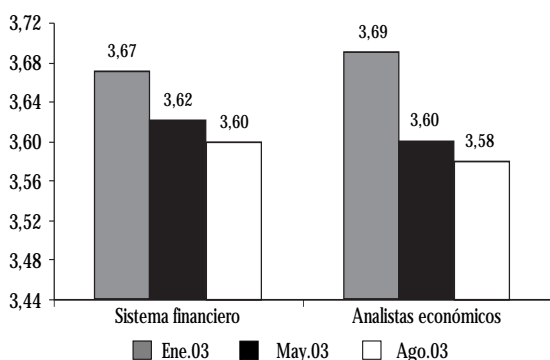


Fuente: Encuesta del BCR.

**Gráfico 30**  
**TIPO DE CAMBIO ESPERADO: DICIEMBRE 2003**



**TIPO DE CAMBIO ESPERADO: DICIEMBRE 2004**



Fuente: Encuesta del BCR.

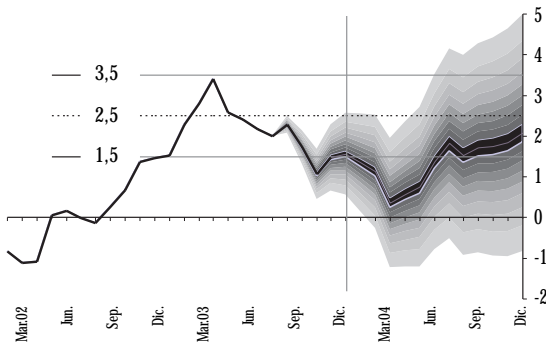
51. La proyección de inflación presentada en este documento asume lo siguiente:

- La posición de la política monetaria se mantiene constante durante el período de proyección. Este es un supuesto metodológico, que permite evaluar lo que podría ocurrir con la inflación si la política monetaria no reacciona ante el escenario macroeconómico que se asume para los siguientes meses.
- La trayectoria del tipo de cambio es consistente con el diferencial entre las tasas de interés domésticas e internacionales, y con el esquema de flotación cambiaria con intervenciones ocasionales del Banco Central en el mercado cambiario para atenuar fluctuaciones bruscas del tipo de cambio.
- El escenario macroeconómico proyectado considera los siguientes elementos:
  - La inflación no subyacente para el año 2003 sería 3,0 por ciento, lo que se explicaría por la evolución de los precios de los combustibles y transportes. Para el año 2004, se espera que la inflación no subyacente se ubique en 0,9 por ciento, reflejando principalmente el comportamiento esperado del precio de los alimentos (3,0 por ciento) y atenuado por una disminución del precio de los combustibles (4,1 por ciento).

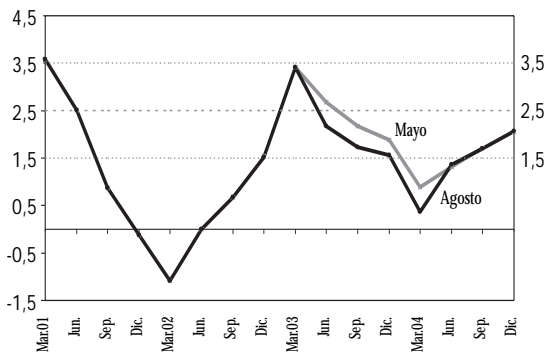
Con relación al Reporte de mayo, las proyecciones de inflación no subyacente se han revisado a la baja. En el caso del año 2003, se explica por una mayor oferta agrícola que induciría una reducción en el precio de los alimentos en el presente año. En particular, cabe mencionar el caso de la fuerte caída en el precio de la papa registrada en los meses de junio y julio debido a la regularización de siembras de este producto. Para el año 2004, la revisión se produce por una disminución en el precio de los combustibles debido a que se proyecta una caída algo más pronunciada en la cotización internacional del petróleo para el próximo año.

- La posición fiscal refleja el escenario descrito en el Marco Macroeconómico Multianual, esto es, un déficit del sector público de 2,0 por ciento del PBI en el año 2003 y de 1,5 por ciento en el año 2004.
- Dadas las perspectivas de bajo crecimiento y moderada inflación para Estados Unidos y Europa se espera que las tasas de interés internacionales se mantengan estables en el 2003 y se eleven gradualmente desde el segundo semestre del próximo año.

**Gráfico 31**  
**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN**  
(Variación acumulada del IPC a 12 meses)



**Gráfico 32**  
**PROYECCIÓN CENTRAL SEGÚN REPORTES DE INFLACIÓN**  
(Variación acumulada del IPC a 12 meses)



52. Considerando los factores antes señalados, en el siguiente gráfico se muestra la proyección de inflación para el 2003 y 2004, observándose que la proyección central se ubicaría cerca al límite inferior del rango meta durante el 2003 y alrededor de 2,0 por ciento al cierre de 2004. La franja de color más acentuada indica el resultado más probable para el 2003 y 2004, asumiendo que la actual posición de la política monetaria fijada por el Directorio se mantiene hasta finales del próximo año.
53. La tasa de inflación proyectada es inferior para el 2003 y similar para el 2004 a lo considerado en el Reporte de mayo. La menor tasa de inflación proyectada para el 2003 se explica porque el presente Reporte toma en cuenta la desaceleración que ha mostrado la inflación en los últimos meses.

Como se mencionó anteriormente, esta tendencia decreciente de la inflación obedecería a la mayor oferta agrícola, un menor dinamismo de la demanda interna y la apreciación del Nuevo sol.

54. Cabe mencionar que la tendencia de la tasa anual de inflación, expresada como la variación acumulada del IPC a 12 meses, indica que ésta se ubicaría por debajo del límite inferior del rango de tolerancia para la meta de inflación del año (1,5 por ciento) entre los meses de febrero y junio de 2004. Ello se explicaría por el efecto estadístico de comparar la inflación de esos meses con los altos niveles que se registraron en meses similares del año 2003, en particular febrero y marzo (0,5 por ciento y 1,1 por ciento, respectivamente). Se espera que a partir del segundo semestre la tasa anual de inflación retorne al tramo inferior de la meta (1,5-2,5 por ciento). Cabe precisar que la meta de inflación se define como la variación porcentual acumulada de cada año.

### III BALANCE DE RIESGOS

55. En el Reporte de Inflación del mes de enero de este año se informó que la principal fuente de incertidumbre sobre la proyección de inflación para el 2003 provenía del impacto que podía tener un alza sostenida y significativa de precios de combustibles, originada en el conflicto bélico en el Medio Oriente. En este sentido, la proyección de enero consideraba un balance de riesgos inflacionarios hacia arriba.

Al disiparse dicho factor de riesgo, el Reporte de Inflación de mayo presentó una proyección de inflación menor para el presente año, ubicándola en el rango inferior de la meta (1,5 a 2,5 por ciento). En dicho Reporte, la principal fuente de incertidumbre provenía de la disminución de la confianza de los consumidores e inversionistas locales, lo que podía repercutir negativamente en la demanda agregada y en la inflación.

56. El escenario macroeconómico descrito en este documento, se considera el más probable. Sin embargo, existen diversas

fuentes de riesgo e incertidumbre que podrían afectar las predicciones de inflación de este Reporte:

- **Menor confianza de los consumidores.** La proyección toma en cuenta el segundo trimestre del año y el menor crecimiento del consumo proyectado para el 2003 y 2004 (3,6 por ciento en ambos casos), lo que implica una revisión a la baja con respecto al Reporte anterior (4,3 por ciento y 4,0 por ciento).

Sin embargo, existe el riesgo que esta desaceleración pueda ser más pronunciada si la confianza de los consumidores disminuye. En este caso, se generaría un menor dinamismo de la actividad económica con presiones a la baja en la inflación. En este caso, la política monetaria podría asumir una posición más flexible para evitar riesgos de que la tasa de inflación anual se ubique por debajo del límite inferior del rango de tolerancia de la meta.

- **Recuperación económica mundial menor a la esperada.** Persiste la incertidumbre acerca de la rapidez de la recuperación económica mundial. Al respecto cabe mencionar que en algunas de las economías más importantes del mundo se viene enfrentando recesiones económicas, que en algunos casos ha generado el temor a que se desarrolle un proceso deflacionario. En este contexto, la respuesta de los bancos centrales ha sido flexibilizar la posición de la política monetaria.

En el caso particular de Estados Unidos, además se ha implementado un importante programa de recortes tributarios que las autoridades esperan tenga un impacto favorable sobre el consumo privado. Sin embargo, aún los indicadores económicos no muestran con claridad si la etapa recesiva ha sido superada. Si la recuperación económica mundial se pospone, nuestros términos de intercambio y el volumen de nuestras exportaciones registraría un menor dinamismo, afectando la demanda agregada y por lo tanto la actividad económica. En este caso, el Banco Central podría adoptar una posición monetaria más flexible.

- **Menor disminución del precio del petróleo.** El escenario central considera una tendencia decreciente de la cotización del petróleo. Sin embargo, la cotización actual del precio internacional del petróleo se mantiene en niveles similares a los registrados durante el periodo del conflicto en Irak debido a que existen dudas acerca de la recuperación de la producción petrolera de este país. Si la cotización internacional del petróleo no disminuye de acuerdo a lo esperado, el componente no subyacente de la inflación registraría una presión hacia arriba. De ser este el caso, no se modificaría la posición de política monetaria por parte del Banco Central, a menos que los cambios generados sobre

el precio de los combustibles afecten los demás precios de la economía.

- **Impuesto a las transacciones bancarias.** Actualmente se viene discutiendo la posibilidad de introducir un impuesto a las transacciones bancarias. Este impuesto alentaría la sustitución del sistema de pagos del sistema financiero local por mecanismos alternativos. En este sentido existe el riesgo de que las transacciones económicas salgan del ámbito de decisión de la política monetaria, lo que debilitaría su capacidad de control de la inflación.
  
- **Alteración de la percepción de riesgo país asociada a una política fiscal expansiva.** El escenario de esta proyección considera las previsiones contempladas en la revisión del Marco Macroeconómico Multianual, lo que implica cumplir las reglas macrofiscales establecidas en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal. Un déficit fiscal mayor podría afectar la percepción de riesgo país y crear turbulencia en los mercados financieros. Ante ello, el Banco Central optaría por una posición menos flexible para atenuar dicha volatilidad.

57. A la fecha de elaboración del presente Reporte, se considera que ninguno de estos riesgos mencionados genera un sesgo de alza o a la baja de la proyección de inflación para los años 2003 y 2004.

### **Conclusión**

58. En el presente Reporte, la proyección de inflación se ubica en el tramo inferior de la meta (1,5-2,5 por ciento) en el 2003 y 2004. Cabe indicar que estas proyecciones tienen como supuesto metodológico que la posición de la política monetaria se mantiene constante a lo largo del periodo de proyección y sujeta a la información disponible a la fecha. En este sentido, el Banco Central continuará atento a nueva información sobre las condiciones macroeconómicas que afecten la evolución de la inflación.