

**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

CONTENIDO

RESUMEN EJECUTIVO	
INTRODUCCIÓN	5
I. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES MACROECONÓMICAS	6
I.1 Inflación	6
I.2 Tasas de interés y agregados monetarios	8
I.3 Tipo de cambio	10
I.4 Demanda interna y PBI	
I.5 Gasto público y cuentas fiscales	
I.6 Cuentas externas	
II. PROYECCIONES	12
II.1 Actividad económica	12
II.2 Agregados monetarios	14
II.3 Entorno internacional	15
II.4 Sector externo	18
II.5 Cuentas fiscales	
II.6 Proyecciones de inflación	
III. BALANCE DE RIESGOS	20

I INTRODUCCIÓN

1. En el presente Reporte de Inflación, el Banco Central de Reserva del Perú pone a disposición del público sus previsiones macroeconómicas para el período 2003-2004, con especial énfasis en las proyecciones de inflación.
2. La conducción de la política monetaria persigue cumplir con la meta explícita de inflación anual de 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 se orientan a enfrentar las presiones inflacionarias o deflacionarias que surjan eventualmente.
3. En el Reporte de Inflación del mes de enero de este año se informó que la meta de inflación se encontraba amenazada principalmente por dos riesgos. Por un lado, la ocurrencia del Fenómeno del Niño a inicios del año hubiese significado mayores precios de los alimentos y la elevación del costo de transporte por el posible deterioro de infraestructura. Por otro lado, se tomó en cuenta la contingencia de un alza sostenida y significativa de precios de combustibles, originada en el conflicto bélico en el Medio Oriente. Estos dos factores de riesgo inflacionario han desaparecido. Por ello, en este Reporte se presenta una proyección de inflación ubicada en el rango inferior de la meta (1,5 a 2,5 por ciento), a diferencia del Reporte de Inflación de enero, en el que la proyección se ubicaba en el rango superior (2,5 a 3,5 por ciento).
4. Se mantiene asimismo la proyección de crecimiento del PBI de 4 por ciento para el 2003, planteándose para el 2004 un crecimiento de 4,5 por ciento. En el primer trimestre del 2003, se registró un aumento del PBI de 5,1 por ciento, destacando el dinamismo de las exportaciones y el consumo e inversión del sector privado.
5. En el periodo enero-abril del 2003 la variación del Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana fue 1,8 por ciento. En gran medida este resultado refleja el impacto de las tasas de inflación registradas en los meses de febrero y marzo, debido a la elevación de la cotización internacional del petróleo. Durante esos meses la tasa de inflación últimos 12 meses se elevó de 1,5 por ciento en diciembre del 2002 a 2,8 por ciento en febrero y a 3,4 por ciento en marzo. Debido al carácter

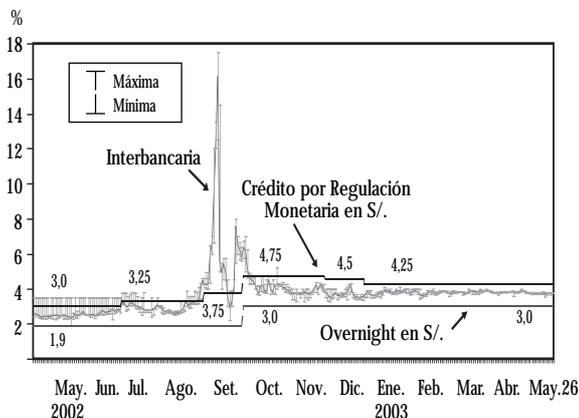
transitorio de esta alza de la inflación, asociada a la mencionada elevación del precio del crudo, el Banco Central no modificó su posición de política monetaria. Al concluir el conflicto, la cotización del crudo disminuyó de manera importante, por lo que en abril la tasa de inflación anual disminuyó a 2,6 por ciento.

- Tal como se comunicó en el Reporte de Inflación de enero del 2003, las decisiones de política se vienen anunciando cada mes en términos de las tasas de interés de referencia para las operaciones monetarias activas (créditos de regulación monetaria y repos directas) y pasivas (depósitos *overnight*) del Banco Central con las empresas bancarias. Con este anuncio se enfatiza la orientación deseada para la tasa de interés interbancaria. En el período enero-mayo, esta tasa de interés fue 3,8 por ciento, similar a la de diciembre del 2002.

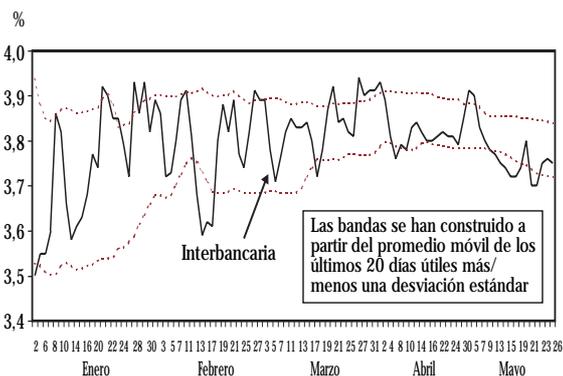
IL POLÍTICA MONETARIA

Tasa de Interés Interbancaria

Gráfico 1
TASA DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL
Mayo 2002 - mayo 2003



TASA DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL
Enero - mayo 2003



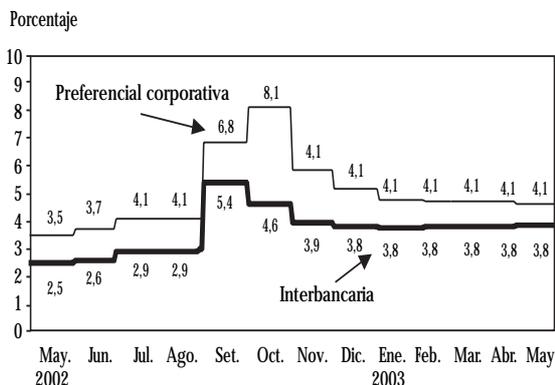
- Durante los primeros cinco meses de este año la posición de la política monetaria se ha mantenido estable, con tasas de interés de referencia de 3,0 para los depósitos *overnight* en el BCR y de 4,25 por ciento para los créditos de regulación monetaria. Las decisiones de política monetaria y las condiciones de estabilidad en los mercados interno y externo permitieron que la tasa de interés se mantenga en torno a 3,8 por ciento desde diciembre del 2002, lográndose además reducir su grado de variabilidad.

Cuadro 1
TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA

	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Oct.	Nov.	Dic.
2002												
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	0,24	0,29	0,13	0,07	0,07	0,12	0,18	0,24	2,10	0,73	0,21	0,20
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
2003												
Promedio	3,75	3,80	3,82	3,84	3,77 ^{1/}							
Desviación estándar	0,13	0,10	0,06	0,05	0,06 ^{1/}							
Coef. variabilidad (%)	3,6	2,6	1,6	1,3	1,7 ^{1/}							

1/ Al 26 de mayo.

Gráfico 2
TASAS DE INTERÉS PROMEDIO MENSUAL EN
MONEDA NACIONAL
Mayo 2002 - mayo 2003

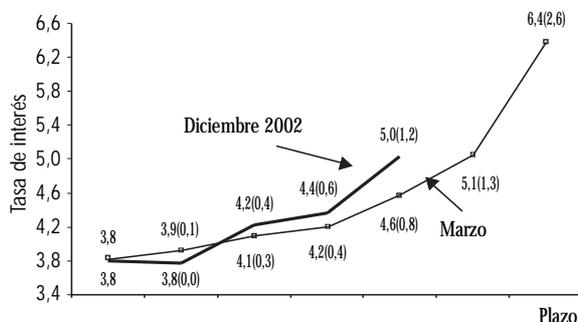


8. La menor variabilidad de la tasa de interés interbancaria ha permitido que la tasa *overnight* sea más predecible, lo que favorece la efectividad de este canal de la política monetaria. Así, los anuncios de política monetaria destinados a orientar la evolución de la tasa de interés interbancaria, pueden afectar en mayor grado a las tasas de interés de plazos más extensos. Una muestra de tal efecto es la clara asociación entre la tasa de interés interbancaria y la tasa de interés correspondiente a los créditos a clientes de bajo riesgo. Sin embargo, la relación con las tasas de interés de operaciones con mayor riesgo crediticio es menor.

Cuadro 2
TASAS DE INTERÉS PROMEDIO MENSUAL EN MONEDA NACIONAL
Mayo 2002 - mayo 2003
(En porcentajes)

	2001				2002				2003	
	mar	jun	set	dic	mar	jun	set	dic	mar	abr
1. Interbancaria	10,3	16,0	5,9	3,1	2,5	2,6	5,4	3,8	3,8	3,8
2. Depósitos de ahorro	6,8	6,3	5,2	3,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6
3. Activa preferencial corporativa	12,4	13,2	9,4	5,0	3,9	3,7	6,8	5,1	4,7	4,6
4. Activa promedio hasta 360 días	21,3	21,2	19,4	17,2	15,5	14,1	14,0	14,8	14,3	13,9

Gráfico 3
RENDIMIENTOS DE CDBCRP



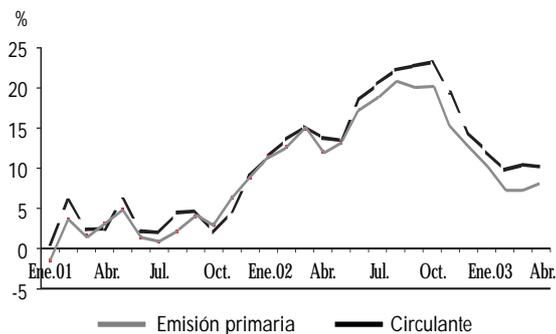
1/ Los números entre paréntesis indican márgenes con respecto a la tasa interbancaria.

9. La asociación entre las distintas tasas de interés en moneda nacional también se ha visto favorecida por la prolongación de los plazos de colocación de los Certificados de Depósitos del BCR (CDBCRP) a 18 meses y a 2 años. Con estas colocaciones se viene dando una 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 por S/. 160 millones a un plazo de 2 años y a una tasa de interés efectiva de 6,5 por ciento.

10. La extensión de los plazos de los CDBCRP a dos años iniciada en febrero de este año, sirvió también de referencia para las tasas de interés de los bonos del Tesoro Público (BTP) con similar vencimiento.

Cabe destacar el relanzamiento a partir de abril del programa de colocaciones de BTP, el cual se orienta al desarrollo del mercado de capitales en moneda nacional. Este programa incluye la colocación de los bonos a través de un esquema de creadores de mercado, para aumentar la liquidez de los títulos públicos y con ello dotar al mercado de referencias para la emisión de deuda a plazos mayores. A partir de marzo se han

Gráfico 4
CRECIMIENTO DEL CIRCULANTE
Y DE LA EMISIÓN PRIMARIA
(Tasa de variación respecto al mismo mes del año anterior)



colocado bonos a 15 y 18 meses por S/. 150 millones en ambos casos. Adicionalmente, se inició un programa de Letras del Tesoro Público con la finalidad de mejorar el manejo de tesorería, habiéndose colocado en abril S/. 150 millones a 6 meses.

Liquidez y Crédito

11. La reducción de las tasas de interés de los depósitos durante el 2002 indujo una mayor demanda del público por circulante. Este efecto se ha venido atenuando por lo que la tasa de crecimiento de estos agregados monetarios se ha desacelerado. Así, la tasa de crecimiento anual del circulante pasó de 14 por ciento en diciembre del 2002 a 10 por ciento en abril y la de la emisión primaria de 12,6 por ciento a 8,6 por ciento.
12. La proyección de crecimiento de los indicadores de liquidez es similar a la del Reporte de enero. A diciembre del 2003, se proyecta que el saldo de la liquidez en moneda nacional aumente 13 por ciento, cifra superior al crecimiento proyectado de la liquidez en dólares de 2,1 por ciento. Para el 2004, se proyectan cifras de 14 por ciento y 2 por ciento, respectivamente. Esta tendencia a la desdolarización de la liquidez y el crédito bancario estaría asociada a la estabilidad de los mercados financieros locales.

Cuadro 3
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DE LA LIQUIDEZ Y DEL CRÉDITO
(Variaciones porcentuales a 12 meses de los saldos a fin de período)

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

13. La emisión primaria disminuyó en S/. 523 millones entre enero y abril debido a factores estacionales. Las principales operaciones que explicaron este flujo fueron:

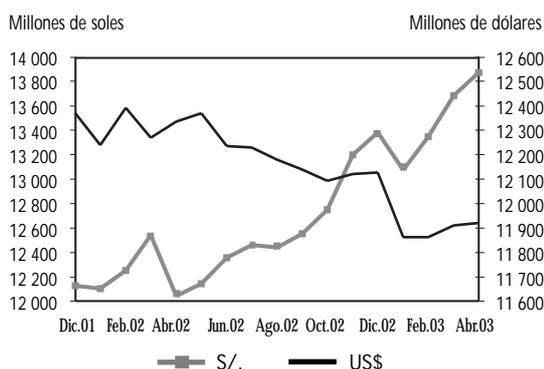
- a. Compras netas de dólares por US\$ 431 millones (S/. 1 496 millones), lo que expandió la emisión primaria.
- b. La esterilización monetaria vía colocación neta de CDBCRP por S/. 1 335 millones, con lo cual el saldo de estos certificados ascendió en abril a S/. 2 970 millones (48 por ciento de la emisión primaria).
- c. Aumento de depósitos del sector público en el BCR por S/. 1 095 millones, reflejo de la estacionalidad de las finanzas públicas (principalmente por el pago de la regularización del impuesto a la renta entre marzo y abril) y la colocación de títulos-valores por parte del Tesoro Público.
- d. Redención total del saldo de Certificados de Depósitos Reajustables del Banco Central (CDR) por S/. 319 millones. Estos certificados fueron emitidos durante el tercer trimestre del 2002 con la finalidad de atenuar las presiones en el mercado cambiario que surgieron durante el período electoral en el Brasil.

14. Se proyecta un crecimiento de 8 por ciento del saldo promedio de emisión primaria para el 2003. Esta proyección se sustenta en los siguientes factores:

- a. Crecimiento de 7 por ciento del PBI nominal (4 por ciento en términos reales).
- b. Aumento del multiplicador bancario en 3 por ciento, debido a una menor preferencia por circulante.
- c. Reducción de la velocidad de circulación del sol, como reflejo del aumento de la demanda por moneda doméstica en un contexto de estabilidad de los mercados financieros locales.

Para el 2004, se proyecta un crecimiento de la emisión primaria de 7 por ciento, asociado a un crecimiento similar del PBI nominal.

Gráfico 5
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO DEL SISTEMA FINANCIERO
(Variación % acumulada)



15. El crédito del sistema financiero al sector privado siguió la tendencia mostrada en el 2002, por lo cual el crédito en soles continuó expandiéndose (5,4 por ciento entre enero y abril), mientras que el crédito en dólares disminuyó en 1,2 por ciento. La expansión del crédito en soles (S/. 727 millones) correspondió principalmente a empresas bancarias (S/. 463 millones) e instituciones especializadas en microfinanzas (S/. 175 millones). Por su parte, el crédito en dólares bajó en US\$ 141 millones, por la reducción de los créditos en dicha moneda de las empresas bancarias (US\$ 263 millones), atenuado por el financiamiento de los inversionistas institucionales (US\$ 182 millones).

Cuadro 4
EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
EN MONEDA NACIONAL DEL SISTEMA FINANCIERO

	Saldos en millones de nuevos soles			Var. %	
	Dic-01	Dic-02	Abr-03	Abr03/	Abr03/
				Dic.02	Abr.02
Empresas bancarias 1/	7 638	7 793	8 256	5,9	13,4
Banco de la Nación	222	434	458	5,5	29,4
Instituciones de Microfinanzas	2 332	3 108	3 283	5,6	34,1
Bancos (Trabajo y MiBanco)	548	774	842	8,8	43,0
Cajas municipales	600	848	915	7,9	43,6
Cajas rurales	83	135	145	7,4	54,3
Cooperativas de ahorro y crédito	329	381	381	-,-	13,1
Edpymes	105	130	137	5,4	28,0
Empresas financieras	667	840	863	2,7	26,2
Inversionistas institucionales 2/	1 688	1 653	1 712	3,6	-0,8
AFPS	1 157	1 102	1 150	4,4	-7,3
Empresas de seguros	497	493	498	1,0	15,0
Fondos mutuos	34	58	64	10,3	25,5
Empresas de Leasing y otros	247	393	400	1,8	70,9
Total Sistema Financiero	12 127	13 381	14 108	5,4	17,2

1/ Excluye Banco del Trabajo y MiBanco.

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

Cuadro 5
EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
EN MONEDA EXTRANJERA DEL SISTEMA FINANCIERO

	Saldos en millones de nuevos soles			Var. %	
	Dic-01	Dic-02	Abr-03	Abr03/	Abr03/
				Dic.02	Abr.02
Empresas bancarias 1/	10 459	10 065	9 802	-2,6	-5,6
Banco de la Nación	36	36	36	-,-	-,-
Instituciones de Microfinanzas	305	367	382	4,1	26,1
Bancos (Trabajo y MiBanco)	23	35	42	20,0	82,6
Cajas municipales	74	111	122	9,9	62,7
Cajas rurales	46	44	43	-2,3	-,-
Cooperativas de ahorro y crédito	85	101	101	-,-	18,8
Edpymes	21	31	34	9,7	41,7
Empresas financieras	56	45	40	-11,1	-24,5
Inversionistas institucionales 2/	653	800	982	22,8	38,5
AFPS	330	445	518	16,4	57,0
Empresas de seguros	33	37	34	-8,1	-49,3
Fondos mutuos	290	318	430	35,2	37,8
Empresas de Leasing y otros	916	858	785	-8,5	-13,0
Total Sistema Financiero	12 368	12 127	11 986	-1,2	-2,8

1/ Excluye Banco del Trabajo y MiBanco.

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

Tipo de Cambio

16. Durante los primeros cuatro meses del año, el tipo de cambio mantuvo la tendencia apreciatoria que se venía observando desde octubre del 2002. El tipo de cambio promedio de abril fue S/. 3,47 por dólar, lo que significó una disminución de 1,4 por ciento respecto a diciembre del 2002. Sin embargo, en

términos reales, el Nuevo Sol se depreció en 1,1 por ciento entre diciembre del 2002 y abril de este año, debido al fortalecimiento de las monedas latinoamericanas, como el real brasileño y el peso argentino, y del Euro y el Yen.

Cuadro 6
CANASTA DE MONEDAS DE PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES

	Ponderación %	Var. % Tipo de cambio nominal			Var. % Tipo de cambio real		
		Abr.02/ Dic.97	Abr.03 Abr.02	Abr.03 Dic.02	Abr.02/ Dic.97	Abr.03/ Abr.02	Abr.03 Dic.02
Estados Unidos	25,1	27,4	0,7	-1,4	23,7	0,6	-1,3
Japón	10,3	37,6	10,2	0,6	13,3	6,4	-2,0
Brasil	6,4	-54,3	-24,8	15,0	-42,3	-14,3	20,1
Euro zona	20,1	15,7	23,7	5,3	20,0	22,6	4,4
Reino Unido	5,8	20,8	10,0	-2,1	15,8	10,1	-2,8
Chile	4,8	-22,1	-8,5	-3,4	-20,2	-7,3	-3,2
China	4,3	27,5	0,7	-1,4	3,8	0,2	-2,0
Colombia	4,0	-43,4	-21,9	-5,0	-14,1	-17,9	-2,4
México	3,4	-2,6	-13,0	-4,9	34,7	-10,8	-5,2
Argentina	3,4	-56,0	-1,2	17,0	-47,7	15,0	18,0
Korea	3,3	53,7	7,9	-3,2	55,3	9,1	-2,8
Taiwán	2,5	18,5	1,0	-1,5	20,4	-1,7	-3,1
Venezuela	2,5	-59,9	-44,7	-18,5	-1,6	-28,1	-10,9
Canadá	2,4	25,1	9,4	5,6	21,5	10,6	5,9
Bolivia	1,8	-10,3	-6,6	-3,2	-11,2	-5,9	-4,1
Canasta		11,5	8,0	1,7	7,0	3,1	1,1

Gráfico 6
TIPO DE CAMBIO ESPERADO: DICIEMBRE 2003
S/.

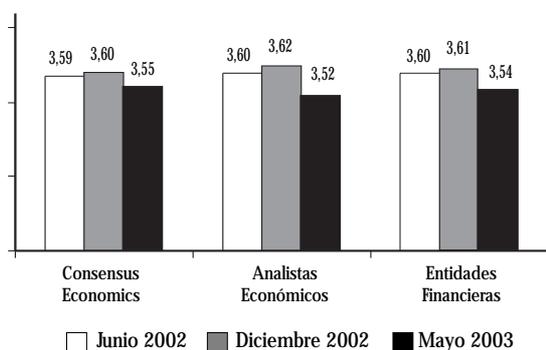
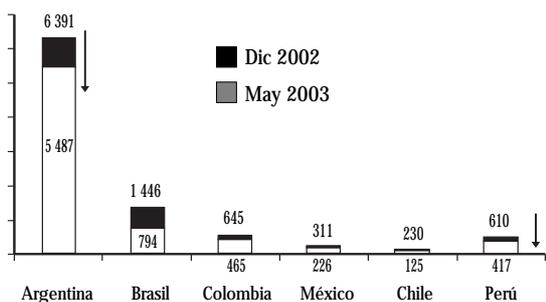


Gráfico 7
SPREAD DE BONOS SOBERANOS
Puntos básicos



Fuente: Reuters

17. La tendencia apreciatoria del Nuevo Sol refleja también la reducción de las expectativas de depreciación de los agentes económicos. De acuerdo a las encuestas del *Consensus Economics* y a las desarrolladas por el BCR entre entidades financieras y analistas económicos, se ha dado un ajuste de las expectativas del tipo de cambio (de S/. 3,61 a S/. 3,54) al cierre del 2003.

18. La tasa de depreciación implícita de las operaciones *forward* a tres meses bajó de 3,3 a 3,0 por ciento entre diciembre del 2002 y mayo de este año, en un entorno regional más estable. En particular, la percepción favorable del mercado respecto del programa económico aplicado en Brasil y las mejores perspectivas en Argentina llevaron a una apreciación de 19 por ciento de las monedas de estos países en el mismo período.

19. Los indicadores de riesgo país señalan también una mejora sustancial en la calificación de los países de la región en este período. En el caso del Perú, esta evolución se asocia a la fortaleza de sus equilibrios macroeconómicos, a la recuperación de la actividad económica, a la fuerte posición de su liquidez internacional y a que no se perciben riesgos de financiamiento de la balanza de pagos y de las cuentas fiscales. El *spread* del

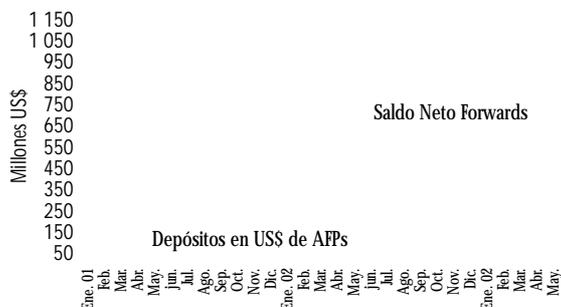
conjunto de bonos soberanos peruanos bajó de 8,2 puntos porcentuales en agosto del 2002 a 6,1 puntos porcentuales en diciembre y a 4,2 puntos en mayo del 2003.

20. Las menores expectativas de depreciación habrían conducido a un cambio de la composición de monedas de los depósitos en el sistema financiero registrándose una reducción del ratio de dolarización de 78 por ciento en diciembre del 2002 a 77 por ciento en abril del 2003. Asimismo, el indicador de dolarización del portafolio de las AFPs bajó de 47 por ciento en diciembre del 2002 a 44 por ciento en abril del 2003.

Las menores expectativas de depreciación también han influido en el escaso movimiento de operaciones de cobertura contra riesgo cambiario (operaciones *forward*). Así, entre diciembre del 2002 y mayo de este año, el saldo neto de operaciones *forward* se redujo en US\$ 253 millones, de US\$ 905 millones a US\$ 652 millones.

21. En este contexto de presiones apreciatorias, vinculadas principalmente a cambios en el portafolio del sector privado, el Banco Central efectuó compras netas de dólares por un monto total de US\$ 431 millones, de los cuales US\$ 360 millones se efectuaron en el mercado cambiario (Mesa de Negociación) y US\$ 71 millones correspondieron a operaciones con el sector público.

Gráfico 8
SALDO NETO FORWARDS Y DEPÓSITOS EN US\$ DE AFPs
Enero 2001 - Mayo 2003



III. DEMANDA Y OFERTA GLOBAL

Demanda

22. Durante el primer trimestre del presente año, el producto bruto interno creció 5,1 por ciento debido al impulso de las exportaciones (7,7 por ciento) y de la demanda interna (4,9 por ciento). En la demanda interna se registraron tasas positivas en todos sus componentes. Así, la inversión privada creció por cuarto trimestre consecutivo, habiendo alcanzado en el primer trimestre del 2003 una tasa de 6,8 por ciento. Destacó en este último campo, los avances en el proyecto Camisea (las importaciones de bienes de capital de esta empresa se incrementaron de US\$ 34 millones en el primer trimestre del 2002 a US\$ 62 millones en el primer trimestre del 2003), las inversiones en planta y compra de nueva maquinaria de empresas manufactureras, en particular del sector textil, y la expansión de la construcción en viviendas, supermercados y tiendas por departamentos.

Cuadro 7
DEMANDA Y OFERTA GLOBAL

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

	2002		2003		2004*
	I Trim.	Año	I Trim.	Año*	
I Demanda global (1+2)	1,6	4,9	5,3	4,1	4,9
1. Demanda Interna	1,0	4,8	4,9	4,0	4,4
a. Consumo privado	2,8	4,4	4,5	4,3	4,0
b. Consumo público	3,5	1,6	5,8	2,3	1,1
c. Inversión privada	-5,8	0,7	6,8	5,4	7,4
d. Inversión pública	-3,6	-5,9	11,2	4,7	5,2
2. Exportaciones	5,2	5,7	7,7	5,0	7,3
II Oferta global (3+4)	1,6	4,9	5,3	4,1	4,9
3. Producto Bruto Interno	2,7	5,3	5,1	4,0	4,5
4. Importaciones	-4,9	2,4	6,8	4,9	6,8

* Proyección.

23. El consumo privado creció 4,5 por ciento lo que se asocia al aumento de 5,7 por ciento del ingreso nacional disponible, al incremento de 5,5 por ciento en el empleo en Lima Metropolitana y al aumento de los créditos de consumo (16 por ciento a marzo). El aumento del consumo se reflejó también en mayores importaciones de estos bienes (11 por ciento), especialmente los de tipo duradero (electrodomésticos y automóviles). En este trimestre la venta de vehículos nuevos según la Asociación de Representantes Automotrices del Perú (Araper) creció 18 por ciento.

Cuadro 8
INGRESO NACIONAL DISPONIBLE

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

	2002		2003		2004*
	I Trim.	Año	I Trim.	Año*	
I Producto Bruto Interno (PBI)	2,7	5,3	5,1	4,0	4,5
II, Producto Nacional Bruto (PNB) 1/	2,9	4,9	4,7	3,5	4,4
III, Ingreso Nacional Bruto (IN) 2/	1,4	5,1	5,8	4,0	4,3
IV, Ingreso Nacional Disponible (IND) 3/	1,1	4,8	5,7	4,0	4,4

* Proyección

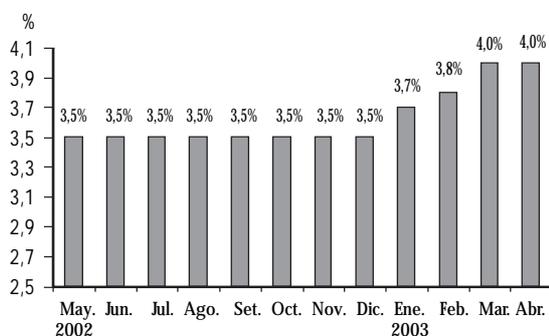
1/ Excluye del PBI, la renta neta pagada a factores productivos no residentes.

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

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

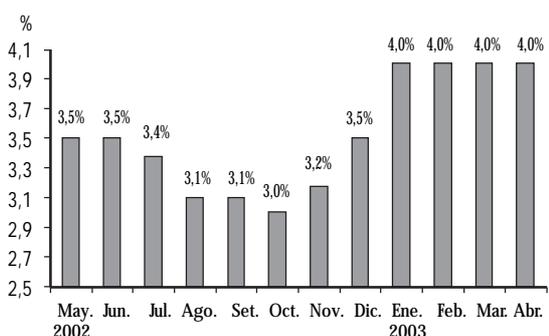
24. La encuesta de expectativas de crecimiento del PBI realizada por el BCR revela un incremento de la producción de 4 por ciento para el 2003 y de 4,5 por ciento para el 2004. Por su parte, la encuesta de *Consensus Economics* revela un crecimiento esperado de 4 por ciento para los años 2003 y 2004.

Gráfico 9
EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL PBI PARA EL 2003
ENTIDADES NO FINANCIERAS



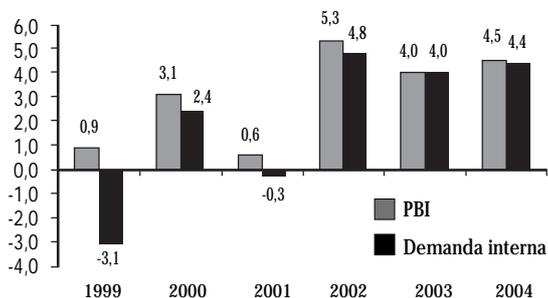
Fuente: BCR, Encuesta de expectativas macroeconómicas a entidades no financieras

EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL PBI PARA EL 2003
ENTIDADES FINANCIERAS

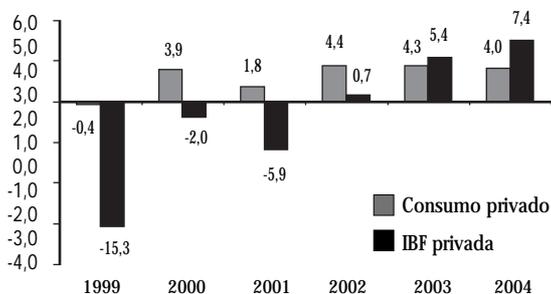


Fuente: BCR, Encuesta de expectativas macroeconómicas a entidades financieras

Gráfico 10
PBI Y DEMANDA INTERNA: 1999 - 2004
(Variaciones porcentuales reales)



CONSUMO E INVERSIÓN PRIVADA: 1999 - 2004
(Variaciones porcentuales reales)



25. En el presente Reporte se mantiene la proyección de crecimiento real del PBI en 4 por ciento para el 2003, lo cual involucra un crecimiento real de exportaciones de 5 por ciento y de la demanda interna de 4 por ciento. Para el 2004 se proyecta un crecimiento del PBI de 4,5 por ciento.

Se espera que las exportaciones crezcan a tasas reales de 5 y 7 por ciento en el 2003 y 2004 debido a los mayores volúmenes de minerales exportados, especialmente oro y cobre; así como por las mayores ventas de productos textiles por el efecto positivo del Acuerdo de Promoción Comercial Andina y de Erradicación de la Droga (ATPDEA). En el caso de la demanda interna, el consumo privado continuaría siendo impulsado por el crecimiento del ingreso nacional (el cual se espera crezca en alrededor de 4 por ciento en los dos años siguientes), el crecimiento del empleo y el menor costo del crédito. Asimismo, se mantendría la recuperación de la inversión privada, que subiría 5,4 por ciento en el 2003 y 7,4 por ciento en el 2004, destacando las inversiones del proyecto de gas de Camisea, el proyecto aurífero de Alto Chicama, la ampliación de Southern, Minas Conga, ampliación de Antamina, Tim Perú, Lima Airport Partners así como las expansiones de los centros comerciales tanto en Lima como en provincias.

Producto Bruto Interno

26. Analizando el crecimiento por sectores productivos, durante el primer trimestre se observa que los sectores no primarios lideraron el crecimiento con una tasa de 5,4 por ciento, en tanto que los sectores primarios crecieron a una tasa de 0,9 por ciento, disminuyendo su ritmo de crecimiento respecto a trimestres anteriores, debido principalmente a una menor extracción pesquera. Entre los sectores no primarios destacó la actividad de los sectores manufactura y comercio. En la manufactura no primaria sobresalió el crecimiento de la industria textil, de alimentos, de minerales no metálicos y de productos ligados al sector construcción. Este último sector viene siendo impulsado por el Programa Mivivienda.

27. Las previsiones de crecimiento económico para el 2003 muestran un mayor dinamismo en el PBI de los sectores no primarios, con un crecimiento de 4,3 por ciento, frente a uno de 2,5 por ciento para el primario. En este último caso se registraría una caída de la producción del sector pesca (-4,7 por ciento) y un aumento del PBI agropecuario menor al del año anterior (2,5 por ciento versus 5,8 por ciento). La caída proyectada en el sector pesca se explica por la menor captura de anchoveta, en tanto que las menores siembras de arroz y

papa explicarían la menor tasa de crecimiento del sector agropecuario. Por otro lado, se espera un crecimiento del sector minero de 4,1 por ciento por la mayor producción de oro de Yanacocha y Barrick así como de cobre por el reinicio de operaciones de Tintaya y por una mayor producción de Southern por la ampliación del yacimiento Toquepala.

Para el 2004 el crecimiento continuaría siendo liderado por los sectores no primarios (4,4 por ciento) observándose además un mayor ritmo de crecimiento en los sectores primarios (5,2 por ciento) por la recuperación de la pesca y la producción agrícola.

Cuadro 9

PRODUCTO BRUTO INTERNO

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

	2002		2003		2004*
	I Trím.	Año	I Trím.	Año*	
Agropecuario	6,2	5,8	1,9	2,5	4,0
Pesca	-21,5	3,1	-19,2	-4,7	5,3
Minería e hidrocarburos	25,9	11,3	4,3	4,1	6,6
Manufactura	-0,8	4,2	4,6	4,5	5,0
Construcción	10,4	8,3	3,5	5,0	6,0
Comercio	0,3	3,8	5,8	4,7	4,7
Servicios	1,5	4,5	4,8	3,7	4,0
VALOR AGREGADO BRUTO (VAB)	3,2	5,1	4,4	3,9	4,6
Impuestos a los productos y derechos de importación	-1,6	7,5	11,7	4,4	4,0
PBI	2,7	5,3	5,1	4,0	4,5
VAB Sectores primarios	9,4	6,4	0,9	2,5	5,2
VAB Sectores no primarios	1,6	4,8	5,4	4,3	4,4

* Proyección

Condiciones externas

28. En lo que va del año, la economía mundial ha mostrado un crecimiento modesto, debido principalmente al conflicto en Irak, al debilitamiento de la economía europea, en particular la de Alemania, y el impacto del SARS en Asia. Por otro lado, los mercados han centrado su atención en los fundamentos de la economía norteamericana, en particular ante la posibilidad de un escenario de deflación. Estos desarrollos han llevado a la revisión de las proyecciones de crecimiento mundial para el 2003 de 3,7 por ciento en enero a 3,3 por ciento. Asimismo, el crecimiento económico estimado de nuestros principales países socios comerciales se ha corregido a la baja.

Cuadro 10
PROYECCIONES DE CRECIMIENTO ECONÓMICO DE LOS SOCIOS
COMERCIALES
(En porcentaje)

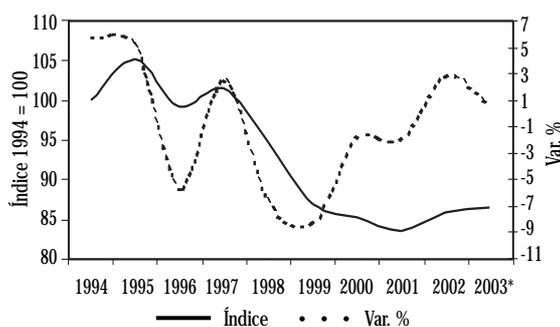
	Ejecución		Proyecciones			
	2001	2002 ^{1/}	Enero		Mayo	
			2003	2004	2003	2004
Mundial *	2,3	3,0	3,7	4,5	3,3	4,2
Principales socios comerciales **	1,2	1,6	2,6	3,5	1,9	3,4
Norteamérica	0,3	2,4	2,8	3,7	2,3	3,6
Europa	1,7	1,1	1,8	2,5	1,5	2,2
Asia	2,6	3,8	3,8	4,1	3,7	4,1
América Latina	1,4	-1,0	2,1	3,7	0,4	3,9

* World Economic Outlook (setiembre de 2002 y abril de 2003).

** Consensus Forecasts (mayo y enero de 2003).

1/ Preliminar.

Gráfico 11
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



* Proyección

29. Para el 2003 se proyecta un aumento de los términos de intercambio de nuestro comercio exterior en 0,7 por ciento, ligeramente menor al proyectado en el Reporte de enero (0,8 por ciento). Este aumento se explica por un incremento de los precios de exportación de 4,6 por ciento, compensado parcialmente por el de los precios de importación de 3,9 por ciento. Para el 2004 también se proyecta una mejora en los términos de intercambio (1,3 por ciento), debido a que se estima que los precios de exportación crecerían en 0,9 por ciento, por mejores precios de café, cobre, estaño y hierro, en tanto que los de importación caerían 0,4 por ciento, por la reducción del precio del petróleo.

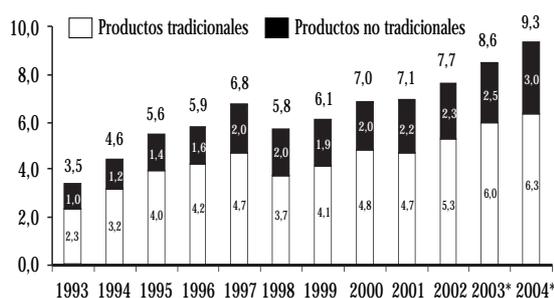
30. Tomando en cuenta las proyecciones de términos de intercambio y las previsiones de menor crecimiento de la economía mundial, se proyecta para el 2003 una balanza comercial superavitaria en US\$ 492 millones, menor en US\$ 93 millones que la presentada en el Reporte de enero.

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

	2002		2003		2004*
	I Trim.	Año	I Trim.	Año *	
1. EXPORTACIONES	1 578	7 688	2 028	8 564	9 320
Productos tradicionales	1 045	5 309	1 424	5 965	6 260
Productos no tradicionales	512	2 265	587	2 520	2 983
Otros	21	114	17	79	77
2. IMPORTACIONES	1 643	7 426	2 036	8 072	8 755
Bienes de consumo	379	1 745	420	1 876	2 119
Insumos	806	3 761	1 092	4 167	4 405
Bienes de capital	437	1 843	507	1 942	2 134
Otros bienes	22	77	17	87	97
3. BALANZA COMERCIAL	-65	261	-8	492	565

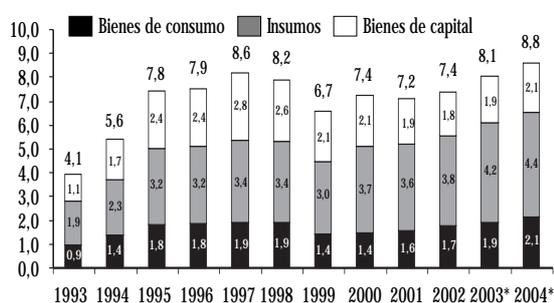
* Proyección.

Gráfico 12
EXPORTACIONES DE BIENES
(Miles de millones de US\$)



* Proyección

Gráfico 13
IMPORTACIONES DE BIENES
(Miles de millones de US\$)



* Proyección

31. Las exportaciones alcanzarían un valor de US\$ 8 564 millones. Se espera un incremento en las exportaciones tradicionales debido a mayores ventas de petróleo y derivados, las cuales se incrementarían en US\$ 194 millones. Entre los productos tradicionales mineros se ha revisado a la baja las proyecciones del zinc, plomo y cobre debido a menores expectativas de recuperación de precios en el mercado mundial y por menores volúmenes de producción de las mineras Volcán, Southern y Antamina. En el caso del oro, los mayores precios mundiales y el incremento de los volúmenes embarcados por Yanacocha impulsarían una mejora en las exportaciones de este producto. Sin embargo, en términos agregados la proyección de las exportaciones mineras se mantendría en niveles similares a las del Reporte de enero.

32. Para el 2004 se estima que las exportaciones ascenderían a US\$ 9 320 millones, lo cual es equivalente a un crecimiento nominal de 9 por ciento. Las exportaciones de productos tradicionales aumentarían en 5 por ciento y las de productos no tradicionales en 18 por ciento.

33. La proyección de importaciones en el 2003 contempla un crecimiento nominal de 9 por ciento, mayor al proyectado en enero (7 por ciento), debido en gran medida a los mayores precios de crudo, los cuales aumentaron en 60 por ciento en el primer trimestre con respecto al mismo período del 2002. También se ha considerado las mayores importaciones de bienes de capital realizadas en el primer trimestre destinadas, principalmente, al proyecto Camisea. Para el 2004 se proyecta un crecimiento de 8 por ciento para las importaciones, liderado por las adquisiciones de bienes de consumo y de bienes de capital.

34. La cuenta corriente de la balanza de pagos tendría un déficit de US\$ 1 170 millones en el 2003, equivalente a 1,9 por ciento del PBI, similar a la proyección presentada en el Reporte de enero. Se ha revisado las proyecciones de la cuenta financiera, incorporando mayores flujos de capital, con lo cual se alcanzaría un nivel de US\$ 1 796 millones, mayor en US\$ 591 millones que la del Reporte de enero. Los capitales del sector público se incrementarían en US\$ 203 millones debido a mayores desembolsos de libre disponibilidad provenientes de organismos multilaterales, mientras que los flujos de capital de largo plazo del sector privado y aquellos de corto plazo se han incrementado en US\$ 201 millones y US\$ 224 millones, respectivamente. En parte este mayor flujo de capitales proyectado del sector privado se explicaría por un incremento en el financia-

miento externo del Proyecto Camisea de US\$ 500 millones a US\$ 735 millones.

35. Los mayores flujos de capital reforzarían nuestra posición de ganancia de reservas internacionales netas en el 2003, por lo que se proyecta una acumulación de US\$ 625 millones.

Cuadro 12
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US dólares)

	2002		2003		2004 *
	I Trím.	Año	I Trím.	Año *	
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	- 380	- 1 128	- 382	- 1 170	- 1 353
<i>(porcentaje del PBI)</i>	-2.9	-2.0	-2.7	-1.9	-2.1
II. CUENTA FINANCIERA	552	2 114	1 228	1 796	1 503
1. Sector privado	63	1 012	631	890	815
2. Sector público	489	1 102	596	906	688
III. FLUJO DE RIN	- 173	- 985	- 845	- 625	- 150
<i>(Incremento con signo negativo)</i>					

* Proyección

36. Para el año 2004 se proyecta un déficit en cuenta corriente de US\$ 1 353 millones, equivalente a 2,1 por ciento del PBI. El flujo de la cuenta financiera sería de US\$ 1 503 millones compuesto por US\$ 815 millones correspondientes al sector privado, explicados principalmente por el financiamiento a proyectos mineros y gasíferos como Alto Chicama y Camisea, así como por US\$ 688 millones al sector público, por lo que el flujo de reservas internacionales estimado para ese año sería de US\$ 150 millones.

37. 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.

Condiciones fiscales

38. El escenario fiscal de la proyección asume que el déficit fiscal del sector público no financiero bajaría de 2,3 por ciento del PBI en el 2002 a 2,0 por ciento del PBI en el 2003 y a 1,5 por ciento del PBI en el 2004. De esta manera se reduce la necesidad de financiamiento, con lo cual el coeficiente de deuda pública externa a PBI bajaría de 36 por ciento en el 2002 a 35 por ciento en el 2004.

Cuadro 13
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2002		2003		2004 *
	I Trim.	Año	I Trim.	Año *	
I. Ingresos corrientes del Gobierno Central	13,4	14,1	14,7	14,2	14,3
de los cuales:					
Ingresos Tributarios 1/	11,6	11,8	13,0	12,4	12,6
II. Gastos No Financieros del Gobierno Central	-13,1	-14,5	-13,4	-14,2	-13,8
III. Otras Entidades Públicas	0,7	0,1	-0,3	0,1	0,2
IV. Intereses	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-2,2
RESULTADO ECONÓMICO (I+II+III+IV)	-1,1	-2,3	-1,0	-2,0	-1,5

* Proyección.

1/ Excluye Impuesto Extraordinario a los Activos del Estado.

Cuadro 14
FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT FISCAL
(Millones de US\$)

	2002		2003		2004 *
	I Trim.	Año	I Trim.	Año *	
I RESULTADO ECONÓMICO	- 143	- 1 320	- 137	- 1 208	- 974
<i>(Porcentaje del PBI)</i>	<i>-1.1</i>	<i>-2.3</i>	<i>-1.0</i>	<i>-2.0</i>	<i>-1.5</i>
II AMORTIZACIÓN	- 192	- 1 074	- 329	- 1 507	- 1 600
1. Interna	- 18	- 138	- 73	- 374	- 354
2. Externa	- 174	- 936	- 256	- 1 132	- 1 246
III REQUERIMIENTO FINANCIERO	335	2 394	466	2 715	2 574
1. Externo	643	2 012	838	2 085	1 975
2. Interno	- 308	381	- 372	630	599

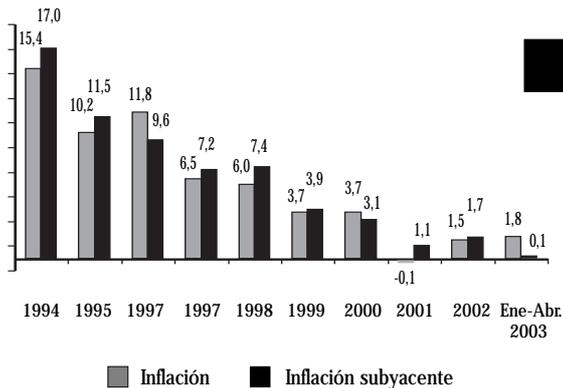
* Proyección

39. El requerimiento financiero del sector público alcanzaría a US\$ 2 715 millones en el 2003 y se reduciría a US\$ 2 574 millones en el 2004, como consecuencia de la reducción del déficit fiscal de 2,0 a 1,5 por ciento del PBI. Asimismo, se espera un aumento de la deuda interna denominada en moneda nacional, lo que reduciría el riesgo cambiario de las cuentas fiscales.

40. A fin de cubrir las necesidades de financiamiento, los desembolsos externos de libre disponibilidad para el 2003

ascenderían a alrededor de US\$ 1 600 millones, mientras que los desembolsos para proyectos serían US\$ 450 millones. Para el 2004, se requerirían desembolsos de libre disponibilidad por US\$ 1 450 millones y de proyectos por US\$ 500 millones. También se requeriría emitir bonos internos por aproximadamente US\$ 450 millones en cada año.

Gráfico 14
INFLACIÓN E INFLACIÓN SUBYACENTE
(Variación acumulada)



IV. INFLACIÓN

41. En los primeros cuatro meses del año la inflación, medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana, alcanzó una tasa acumulada de 1,8 por ciento, debido principalmente a la evolución de los precios de los combustibles y de los pasajes. En el mismo periodo del año anterior, la tasa acumulada había alcanzado una variación de 0,7 por ciento.
42. El componente subyacente del Índice de Precios al Consumidor, que excluye a los rubros con mayor variabilidad en sus precios, creció 0,1 por ciento. El grupo de Bienes cayó 0,3 por ciento mientras que el de Servicios creció 0,7 por ciento. Entre los primeros, los precios de los alimentos y bebidas bajaron 0,8 por ciento, por la caída de precios del arroz (-2,8 por ciento) y pan (-1,4 por ciento).
43. El componente no subyacente del Índice de Precios al Consumidor agrupa bienes y servicios cuyos precios están sujetos a una volatilidad elevada y se vinculan a aspectos relacionados a cambios en la oferta de bienes y en los precios internacionales. En el período enero-abril, la inflación no subyacente acumulada fue 5,3 por ciento. Entre los componentes de este grupo que aumentaron más destacan los combustibles y servicios de transporte (con 11 por ciento en ambos casos), los que en conjunto explicaron 77 por ciento de la inflación de 1,8 por ciento.
44. Los tres rubros con mayor incremento de precios explican 1,7 puntos porcentuales de la tasa de inflación, destacando el aumento de los precios del pasaje urbano, la papa y la gasolina. Por otro lado, los tres rubros que registraron la mayor disminución de precios contribuyeron con -0,3 puntos porcentuales a la variación del IPC, destacando la caída de precios de carne de pollo, cítricos y uva.

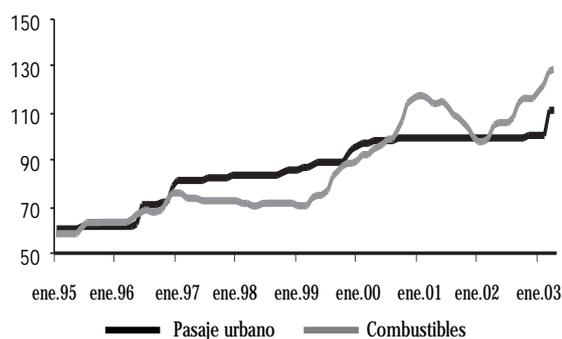
Cuadro 15
INFLACIÓN
(Variación acumulada anual)

	Ponde- ración	Abril 2001/ Dic. 2000	2001	Abril 2002/ Dic. 2001	2002	Abril 2003/ Dic. 2002
I INFLACIÓN SUBYACENTE	68,3	0,47	1,06	0,18	1,69	0,13
Bienes	41,8	0,06	0,66	-0,10	1,76	-0,26
Alimentos y bebidas	20,7	-0,76	-1,13	-0,92	0,26	-0,76
Textiles y calzado	7,6	0,90	2,02	0,40	1,24	0,00
Aparatos electrodomésticos	1,0	1,00	-0,19	0,68	3,42	-1,43
Resto de productos industriales	12,5	1,15	2,39	0,89	1,54	0,50
Servicios	26,6	1,06	1,65	0,62	1,57	0,74
Comidas fuera del hogar	12,0	0,54	1,29	0,33	1,28	0,29
Educación	5,1	3,23	3,97	2,30	2,70	2,63
Salud	1,3	2,02	-0,37	0,62	1,00	1,33
Alquileres	2,3	0,90	3,02	0,10	3,31	0,69
Resto de servicios	5,9	0,84	3,50	-0,04	2,11	-0,14
II INFLACIÓN NO SUBYACENTE	31,7	0,62	-2,82	1,87	1,16	5,34
Alimentos	14,8	1,45	-1,16	3,52	-2,35	2,45
Combustibles	3,9	-1,83	-13,14	3,64	15,60	11,10
Transportes	8,4	-0,06	-0,02	-0,62	0,11	10,52
Servicios públicos	4,6	1,24	-2,73	-0,40	1,96	-0,61
III IPC	100,0	0,52	-0,13	0,71	1,52	1,78

Cuadro 16
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: 2002
(Puntos porcentuales)

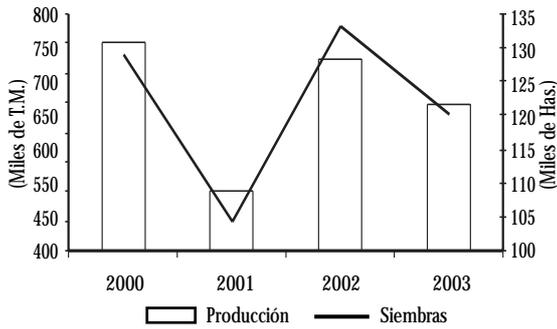
Rubros	Ponderación	Variación %	Contribución positiva
Pasaje urbano	8.0	11.1	0.88
Papa	1.5	43.2	0.58
Gasolina y lubricantes	1.5	15.0	0.25
Total			1.71
Rubros	Ponderación	Variación %	Contribución negativa
Carne de pollo	4.0	-5.0	-0.18
Cítricos	0.7	-12.7	-0.08
Uva	0.1	-37.4	-0.07
Total			-0.33

Gráfico 15
COMBUSTIBLES Y PASAJE URBANO
(Índices diciembre 2001 = 100)



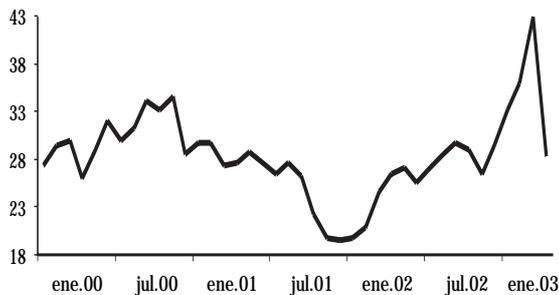
- Debido al alza de los combustibles, las tarifas de servicio de transporte subieron en 11 por ciento, destacando el alza del pasaje urbano en similar porcentaje. Cabe señalar que el pasaje urbano no se reajustaba desde noviembre del 2000.

Gráfico 16
SIEMBRA Y PRODUCCIÓN DE PAPA A NIVEL NACIONAL 1/



1/ La producción corresponde al período enero-marzo de cada año y las siembras al período agosto-octubre del año anterior.

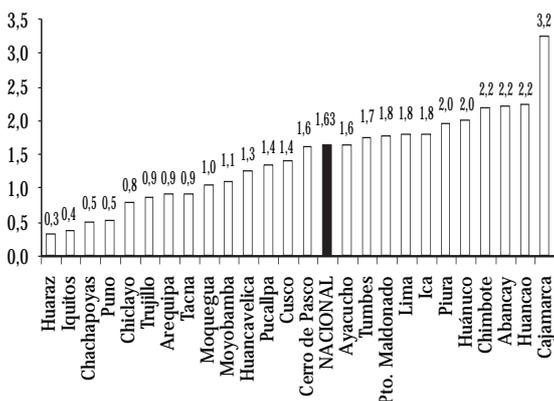
Gráfico 17
COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO WTI
Enero 2000 - abril 2003
(US\$ por barril)



Cuadro 17
PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES: 2003
(Variación porcentual mensual)

	Ponder.	Jan-03	Feb-03	Mar-03	Apr-03	Acumulado
Combustibles	3,9	2,7	2,4	4,9	0,8	11,1
Gasolina y lubricantes	1,5	1,0	3,3	8,7	1,5	15,0
Gas	1,3	6,9	1,8	1,0	-0,8	9,1
Kerosene	1,2	0,3	1,8	4,5	1,6	8,5
Cotización WTI		11,9	8,6	19,2	-33,9	-4,1

Gráfico 18
INFLACIÓN POR CIUDADES
Enero - abril 2003
(Variación porcentual acumulada)



- El precio de la papa aumentó 43 por ciento debido a la menor oferta originada por la disminución de la superficie sembrada en 10 por ciento. La producción a nivel nacional acumulada hasta marzo muestra una disminución de 11 por ciento en comparación con la registrada en el mismo período del 2002. Estas menores siembras se han dado principalmente en los departamentos abastecedores de papa a los mercados de Lima como son Huánuco, Pasco y Junín.
- Entre enero y abril del 2003 el precio de la gasolina subió 15 por ciento, el del gas y el del kerosene 9 por ciento en ambos casos. Estos reajustes se asocian a la evolución de la cotización internacional del petróleo, la que pasó de US\$ 29 por barril de crudo en diciembre a US\$ 43 en marzo (45 por ciento), para reducirse a US\$ 28 en abril, luego de finalizada la guerra en Irak.

- El precio de la carne de pollo se redujo en 5 por ciento debido al alto nivel de colocaciones de pollos bebé. Las colocaciones promedio mensual entre noviembre del 2002 y febrero del 2003 fueron 4 por ciento superiores a las correspondientes al mismo período del año anterior. El precio de los cítricos se redujo en 13 por ciento debido a la mayor producción estacional de mandarina en el norte de Lima y a la incorporación de nuevas áreas de producción de naranja en Junín. En el caso de la uva, la disminución del precio en 37 por ciento fue en parte estacional y a la vez consecuencia de un aumento de 7 por ciento en la producción respecto al mismo período del año anterior.

45. Desde enero del 2003, el Instituto Nacional de Estadística (INEI) viene difundiendo un índice agregado nacional de precios al consumidor en base a indicadores de precios correspondientes a 25 ciudades. De acuerdo a este índice, el incremento de precios acumulado en el período enero-abril del 2003 fue de 1,6 por ciento. En catorce ciudades, que representan 25 por

Gráfico 19
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (VAR. %): 2003
(Encuestas de abril)

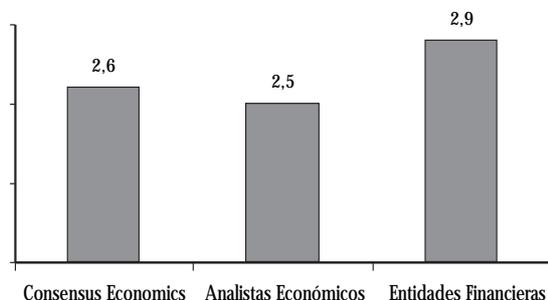


Gráfico 20
PRECIO FUTURO DEL PETRÓLEO WTI
(US\$ por barril)

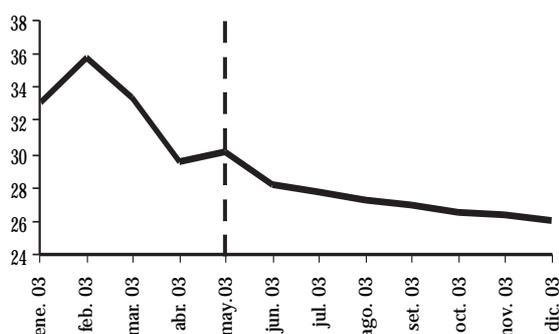
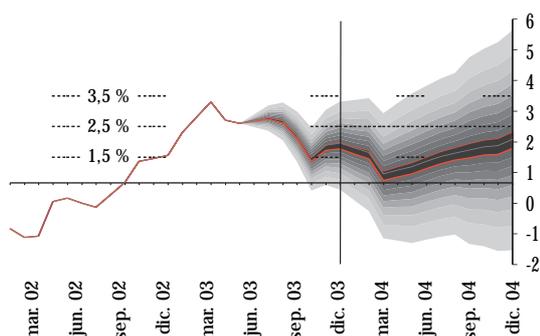


Gráfico 21
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN
(Variación acumulada del IPC a 12 meses)



ciento del gasto nacional urbano, tuvieron un incremento menor que el promedio. Por otro lado, en once ciudades, que explican 75 por ciento del gasto nacional, tuvieron una inflación media mayor que el promedio.

Proyección de inflación

46. Para recoger las expectativas de inflación del mercado para el año 2003, se revisaron las encuestas del Consensus Economics y las desarrolladas por el BCR entre entidades financieras y analistas económicos. Con respecto a la encuesta realizada en diciembre, las expectativas de inflación se han aproximado hacia la meta de inflación del BCR.

47. Los principales elementos que sustentan la proyección de inflación de este Reporte para los años 2003 y 2004 son:

- La posición de la política monetaria se mantiene constante en el lapso de la proyección.
- La proyección de inflación no subyacente para el 2003 se ubicaría en 4 por ciento, debido principalmente a la evolución de los precios de los combustibles y alimentos, rubros que representan el 4 y 15 por ciento de la canasta de bienes al consumidor, respectivamente. Para el 2004, se asume una tasa de inflación no subyacente de 1,5 por ciento.
- 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 el próximo año.
- La brecha entre el nivel potencial y efectivo de actividad económica se reduce en el 2003.

48. Considerando los factores antes señalados, en el siguiente gráfico se muestra la previsión de inflación para el 2003 y 2004, observándose que la proyección central se ubicaría dentro del rango meta de inflación en ambos años. Respecto a la proyección del Reporte de enero, se observa claramente menores presiones inflacionarias. Así, mientras que en el Reporte de enero la tasa de inflación proyectada se encontraba en el tramo superior del rango de la meta

(2,5-3,5 por ciento), en el presente Reporte se ubica en la parte inferior (1,5-2,5 por ciento). Esta revisión se debe a las menores expectativas de devaluación (de 3,1 por ciento de proyección de depreciación acumulada en el 2003 en el Reporte de enero a 1,1 por ciento) y a que el alza transitoria de los precios internacionales de combustibles continuará revirtiéndose en lo que resta del año.

V. BALANCE DE RIESGOS

49. A diferencia del Reporte de enero, donde se presentaba un balance de riesgos con un sesgo al alza de precios por la incertidumbre respecto a la evolución de los precios de los combustibles, en esta oportunidad se considera un balance de riesgos neutral, en el que ningún factor determina un sesgo sobre la proyección central. La proyección de inflación mostrada en el gráfico 21 tiene un 80 por ciento de probabilidad de ubicarse dentro del rango meta de 2,5 por ciento, con una tolerancia de más menos un punto porcentual.
50. Las fuentes de riesgo que podrían afectar los resultados de la proyección de este Reporte son:
- **Disminución en la confianza de los consumidores.** El escenario central supone que durante el periodo de proyección, el consumo privado mantendría su dinamismo. Este componente de la demanda agregada explicó 3,2 puntos porcentuales del crecimiento del PBI observado en el 2002 (5,3 por ciento). Si la confianza de los consumidores disminuye podría generarse una desaceleración de la actividad económica. Como resultado, la proyección de inflación se desviaría hacia abajo, en cuyo caso, la política monetaria podría asumir una posición más flexible para evitar riesgos de deflación.
 - **Disminución en la confianza de los inversionistas.** Se espera que la inversión privada continúe recuperándose durante los años 2003 y 2004, lo que redundaría en un mayor crecimiento del producto potencial, esto es, un crecimiento económico sostenido sin presiones inflacionarias. Para ello, es necesario un entorno macroeconómico estable. Una pérdida de confianza de los inversionistas afectaría negativamente al gasto agregado y reduciría la tasa de crecimiento del PBI potencial. En ese escenario, se requeriría acciones

coordinadas de las autoridades económicas para restablecer dicha confianza.

- **Aumento del riesgo país.** La percepción del riesgo país podría verse afectada por expectativas menos favorables en cuanto a la evolución de las cuentas fiscales o por efectos contagio ante turbulencias financieras que pudieran ocurrir en otros países de la región. Si ello induce a una mayor volatilidad en los mercados cambiario y monetario locales, el Banco Central optaría por una posición menos flexible para atenuar dicha volatilidad de los mercados financieros domésticos.
- **Recuperación económica mundial menor a la esperada.** En este escenario, la recuperación económica mundial se pospondría, afectando nuestros términos de intercambio y el volumen de nuestras exportaciones. En este caso, el Banco Central adoptaría una posición monetaria más flexible.
- **Disminución más rápida del precio del petróleo.** El escenario central considera una tendencia decreciente de la cotización del petróleo. Si la recuperación de la economía mundial no se realizara de acuerdo a lo esperado, la demanda internacional por petróleo disminuiría, presionando su cotización hacia la baja. Este choque de oferta favorable no 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.
- **Campaña agrícola desfavorable.** En la configuración del escenario central se han considerado fluctuaciones moderadas en los precios de los alimentos. Sin embargo, una campaña agrícola desfavorable podría aumentar el costo de la canasta de consumo, con impacto sobre la inflación proyectada. Sólo en un caso en que estos incrementos afecten la dinámica de los demás precios de la economía, el Banco Central modificaría la posición de su política monetaria.

ANEXO

PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN

	2001	2002	2003 ^{1/}		2004 ^{1/}
			Reporte Enero	Reporte Mayo	
Var. % Real					
1. Producto Bruto Interno	0,6	5,3	4,0	4,0	4,5
2. Demanda Interna	-0,3	4,8	3,6	4,0	4,4
3. Consumo Privado	1,8	4,4	4,0	4,3	4,0
4. Inversión Fija Privada	-5,9	0,7	5,4	5,4	7,4
5. Exportaciones de Bienes y Servicios	6,9	5,7	6,2	5,0	7,3
6. Crecimiento de nuestros socios comerciales	1,2	1,6	2,6	1,9	3,4
Var. %					
7. Inflación Acumulada	-0,1	1,5	2,5 ^{2/}	2,5 ^{2/}	2,5 ^{2/}
8. Depreciación Nominal Acumulada	-2,4	2,3	3,1	1,1	2,5
9. Depreciación Real Acumulada (multilateral)	-4,3	-0,6	4,0	3,3	2,3
10. Términos de Intercambio	-2,0	2,8	0,8	0,7	1,3
% del PBI					
11. Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos	-2,0	-2,0	-1,9	-1,9	-2,1
12. Balanza Comercial	-0,2	0,5	1,0	0,8	0,9
13. Flujo de Capitales Privados Brutos sin privatización	3,8	5,2	1,8	2,7	2,8
14. Resultado Primario del Sector Público no Financiero	-0,3	-0,3	0,2	0,1	0,6
15. Resultado Económico del Sector Público no Financiero	-2,5	-2,3	-2,0	-2,0	-1,5
16. Ingresos Tributarios del Gobierno Central ^{3/}	12,1	11,8	12,3	12,4	12,6
17. Saldo de Deuda Pública Externa	35,0	36,4	35,4	36,0	35,3
Var. % Nominal					
18. Gastos No Financieros del Gobierno Central	-2,3	2,1	4,5	4,8	4,1
19. Emisión Primaria	3,2	15,8	8,0	8,0	7,0
20. Crédito al Sector Privado del Sistema Bancario	-4,6	0,2	9,0	5,5	6,5

^{1/} Proyección.^{2/} Meta.^{3/} Excluye Impuesto a las Acciones del Estado.