

REPORTE DE INFLACIÓN:

Evolución y perspectivas

Mayo 2004

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

CONTENIDO

RESUMEN EJECUTIVO	5
INTRODUCCIÓN	7
I. EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA	9
I.1 Inflación	9
I.2 Tipo de cambio	15
I.3 Demanda Interna y PBI	18
I.4 Cuentas externas	23
I.5 Gasto público y cuentas fiscales	26
I.6 Tasas de interés y agregados monetarios	29
II. PROYECCIONES	37
II.1 Inflación	37
II.2 Actividad económica	40
II.3 Sector externo	43
II.4 Cuentas fiscales	51
III. BALANCE DE RIESGOS	54
CONCLUSIONES	56

RESUMEN EJECUTIVO

- En este segundo Reporte de Inflación del año 2004 se analiza la evolución de la política monetaria durante los primeros meses del año y las proyecciones macroeconómicas para el periodo 2004-2005. La ejecución de la tasa de inflación ha estado en línea con lo previsto en el precedente Reporte de Inflación de enero de 2004, en el que se proyectó que la tasa de inflación se elevaría temporalmente en los primeros meses del año debido a la evolución de los precios internacionales de algunos alimentos y del petróleo, así como por las condiciones de la oferta agrícola local.
- La proyección de inflación del Reporte de enero mostraba una aceleración temporal de la tasa de inflación a doce meses hasta mediados de año por efecto estadístico del período de comparación con junio del año pasado, mes en que la tasa de inflación fue -0,5 por ciento. Para el año 2004, se proyectaba que la tasa de inflación se ubicaría en el nivel meta bajo un escenario de posición de política monetaria estable (tasa interbancaria de 2,5 por ciento).
- En este Reporte se ha revisado hacia arriba el escenario central de proyección de inflación del año 2004, con lo cual se ubica en el rango superior de la meta (2,5-3,5 por ciento). Esta mayor tasa de inflación responde a mayores choques de oferta a los previstos en el Reporte de enero, en particular mayores precios internacionales del petróleo y de otros productos importados. Durante los siguientes meses la proyección de inflación de los últimos 12 meses se ubicaría por encima del rango meta anual debido a los choques de oferta mencionados anteriormente y a un efecto estadístico cuando se le compara con meses entre abril y julio de 2003 en los cuales la inflación promedio fue negativa. A partir de setiembre esta tendencia se revertiría con lo cual la inflación anual de 2004 estaría dentro del rango meta. En tal sentido, las alzas recientes de tasas de interés de corto plazo en soles, no serían consistentes con estas proyecciones de inflación.

- Dado el rezago de la política monetaria para afectar a la tasa de inflación (estimado aproximadamente en un año) se presenta en este Reporte las proyecciones de inflación para el año 2005. La posición de política monetaria actual sería consistente con que la inflación se ubique en el rango meta en el 2005, con menores precios internacionales del petróleo para este periodo.
- En el escenario central de proyección de inflación se mantiene las perspectivas de condiciones externas favorables para la economía peruana, vinculadas a la mejora de la cotización de nuestros principales productos de exportación tradicional y a la recuperación de la economía mundial con un aumento moderado de las tasas de interés externas, las que mantendrían niveles históricos relativamente bajos. Para el año 2005, las favorables condiciones externas se atenuarían respecto al 2004, aunque serían mejores que en los años previos. Por el lado de las finanzas públicas, se asume la trayectoria de déficit fiscal decreciente contemplado en el Marco Macroeconómico Multianual para el periodo 2005-2007, sin presiones en su financiamiento.
- La proyección de crecimiento del PBI para el 2004 se mantiene en 4,0 por ciento, el cual se elevaría a 4,5 por ciento el próximo año. Este crecimiento estaría impulsado por las exportaciones (7,9 y 6,0 por ciento en 2004 y 2005, respectivamente) y la inversión privada (7,2 y 6,0 por ciento en dichos años). Estas tasas de crecimiento se consideran sostenibles, esto es, no generan presiones inflacionarias ni ponen en riesgo la viabilidad de la balanza de pagos.
- Los factores que podrían afectar las proyecciones de inflación contenidas en el presente Reporte se vinculan principalmente al entorno internacional. Así, un mayor incremento en los precios del petróleo en los mercados internacionales indicaría posibles alzas de una sola vez en los combustibles en los mercados domésticos, los que por su naturaleza transitoria no deberían inducir incrementos generalizados en los precios de la economía y por ende no provocar una reacción de la política monetaria. Por otro lado, ajustes mayores a los previstos en las tasas de interés en las principales economías, que se ejecutarán con la finalidad de acomodar el ritmo de crecimiento económico hacia tendencias más sostenibles y de evitar presiones inflacionarias, podría generar presiones al alza de riesgo país y del tipo de cambio en las economías emergentes. Al respecto, la solidez de los fundamentos macroeconómicos del Perú, su alto nivel de liquidez internacional y la existencia de un régimen de flotación cambiaria, permiten que la política monetaria del BCRP continúe orientada al cumplimiento de la meta de inflación y anular excesos de variabilidad en los mercados cambiario y monetario.

INTRODUCCIÓN

1. Desde enero del año 2002, la política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú se guía por un esquema de metas explícitas de inflación. La meta de inflación acumulada anual a diciembre de cada año es de 2,5 por ciento, con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo. Esta meta de inflación se mide por la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Lima Metropolitana, calculada por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). Además, con la finalidad de excluir variaciones de precios de algunos productos que no son relevantes para identificar la tendencia de la inflación, el BCRP estima una medición referencial de la inflación subyacente. De esta manera, las decisiones de política monetaria que adopta el Directorio del BCRP, en el cumplimiento del objetivo explícito, se orientan a neutralizar presiones inflacionarias o deflacionarias.
2. Como la política monetaria afecta a la evolución de los precios con cierto rezago, las decisiones del Directorio se sustentan en previsiones sobre el comportamiento de los precios en el futuro. Estas previsiones están contenidas en los Reportes de Inflación que publica 3 veces al año el BCRP, de manera tal que su comunicación a los agentes económicos permite compartir la información relevante que usa el banco para la toma de decisiones.

Este segundo Reporte del presente año contiene la ejecución de la política monetaria durante los primeros meses del año 2004 y las proyecciones macroeconómicas para el 2004 y 2005.

3. La transparencia de la política monetaria es uno de los elementos fundamentales del esquema de metas explícitas de inflación ya que permite rendir cuentas al público sobre el cumplimiento del mandato constitucional de preservar la estabilidad monetaria. También mejora la eficacia de la política monetaria cuando comunica la racionalidad de las acciones del BCRP a los agentes económicos, de suerte que sus decisiones económicas sean más consistentes en base al conocimiento de dicha información.

4. Las decisiones sobre la posición de política monetaria se dan a conocer mediante el anuncio de tasas de interés de referencia para las operaciones monetarias activas (créditos de regulación monetaria y repos directas) y pasivas (depósitos *overnight*) del BCRP con las empresas bancarias. Estas tasas de interés fijadas por el BCRP establecen un corredor de referencia para la tasa de interés interbancaria. Las operaciones monetarias que ejecuta el BCRP a diario están dirigidas a mantener la tasa de interés interbancaria en el centro del corredor de referencia.
5. La estabilidad de la tasa de interés interbancaria en soles y la comunicación de las previsiones de inflación hacen que la política monetaria sea más predecible y por tanto orienta la formación de tasas de interés de moneda nacional para diferentes plazos.
6. El régimen de flotación cambiaria además, permite seguir una política monetaria independiente, por lo cual los ajustes de las tasas de interés de referencia se realizan para alcanzar la meta de inflación y no para replicar los movimientos de las tasas de interés externas. En períodos de alta volatilidad del mercado cambiario, el Banco Central puede intervenir como comprador o vendedor para reducir las fluctuaciones bruscas del tipo de cambio, sin que ello implique buscar un nivel específico del mismo.
7. Desde el año 2001, el BCRP publica el calendario de las sesiones de Directorio donde se aprueban las decisiones sobre la posición de política monetaria, las cuales corresponden al primer jueves de cada mes. Este calendario de reuniones se publica a comienzos de cada año con la nota informativa del programa monetario de enero.

I. EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA

I.1 Inflación

Durante los primeros cinco meses del año la inflación acumulada, medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor fue de 2,4 por ciento, registrando una variación en los últimos doce meses de 3,2 por ciento. Desde noviembre de 2003, los choques de oferta tanto por mayor inflación importada de alimentos (harinas y grasas) y de combustibles, cuanto por una menor producción doméstica agrícola, han sido los principales determinantes de la aceleración en la tasa de inflación.

Considerando el carácter transitorio de estos choques, el Banco Central de Reserva no ha reaccionado a los mismos, tal como fue comunicado en el Reporte de Inflación de enero. Una experiencia similar se registró el primer trimestre del año pasado por el alza de los precios internacionales de petróleo, cuando se tuvo un aumento temporal de la inflación que posteriormente se revirtió, culminando el año en una tasa de inflación igual a la meta.

8. El incremento del Índice de Precios al Consumidor en el período **enero-mayo** fue 2,4 por ciento, superior al registrado en el mismo lapso del año pasado (1,7 por ciento). Tres productos (pan, azúcar y arroz) que representan el 7,4 por ciento de la canasta de bienes y servicios que mide el IPC, explicaron un punto porcentual de la inflación acumulada en enero-mayo de 2004. A ello se suma el aumento de precios internos de combustibles (0,3 puntos porcentuales).

Por un lado, los precios del trigo, aceite de soya y petróleo aumentaron en los mercados internacionales, lo cual se transmitió en incrementos de los precios internos de pan, fideos, aceites y combustibles. Por su parte, la producción agrícola nacional de arroz y azúcar fue afectada por una menor disponibilidad de agua.

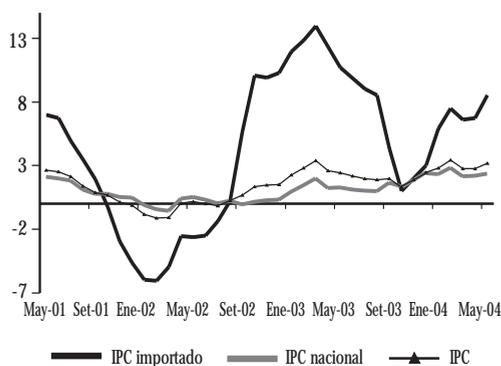
CUADRO 1

CONTRIBUCION PONDERADA A LA INFLACION: ENERO - MAYO 2004
(Puntos porcentuales)

Rubros	Pond.	Var. %	Contribución Positiva	Rubros	Pond.	Var. %	Contribución Negativa
Pan	3,7	12,2	0,49	Papa	1,5	-13,6	-0,25
Combustibles	3,9	7,1	0,34	Artículos del cuidado personal	4,5	-2,2	-0,09
Azúcar	1,4	24,7	0,31	Cítricos	0,7	-12,2	-0,08
Huevos	0,7	38,5	0,29	Carne de pollo	4,0	-1,9	-0,07
Arroz	2,3	11,0	0,24	Uva	0,1	-26,9	-0,06
Total			1,67				-0,55

Fuente: INEI
Elaboración: BCRP

Gráfico 1
INFLACION, COMPONENTE NACIONAL Y COMPONENTE IMPORTADO
(Variación porcentual últimos 12 meses)



9. La inflación **importada**, comprende los rubros del Índice de Precios al Consumidor que se encuentran afectados, en forma directa o indirecta, por las cotizaciones internacionales (pan, fideos, aceites, combustibles). Este indicador acumuló una variación de 7,4 por ciento entre enero y mayo de 2004 (2,0 por ciento en el mismo período de 2003), lo que obedece principalmente al aumento de los precios de alimentos y, en menor medida, de los combustibles. La inflación del componente doméstico registró una variación de 1,7 por ciento en los primeros cinco meses de 2004, similar a la tasa registrada en el mismo período de 2003.

CUADRO 2

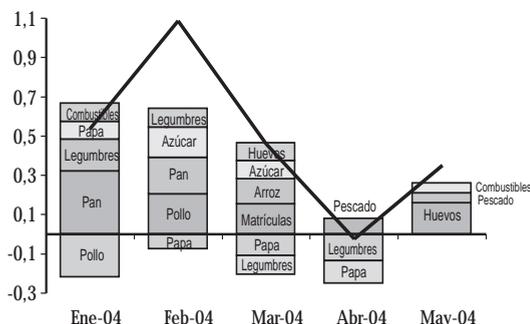
INFLACION DE ORIGEN DOMESTICO E IMPORTADO
(Variación porcentual acumulada)

	Ponderación	2003		2004
		Ene-May	Ene-Dic	Ene-May
I. IPC IMPORTADO	12,1	1,98	3,03	7,40
Alimentos	5,4	-1,16	-0,10	10,80
Combustibles	3,9	7,60	8,94	7,06
Aparatos electrodomésticos	1,0	-1,34	-1,91	-0,52
Otros	1,8	0,19	1,40	1,68
II. IPC DOMESTICO	87,9	1,70	2,40	1,67
III. IPC	100,0	1,74	2,48	2,44

Fuente: INEI
Elaboración: BCRP

10. Las condiciones climáticas adversas afectaron la oferta de productos agrícolas provenientes de la sierra central en los primeros meses del año (papa y legumbres frescas), pero han tendido a regularizarse. En el caso de las legumbres frescas y

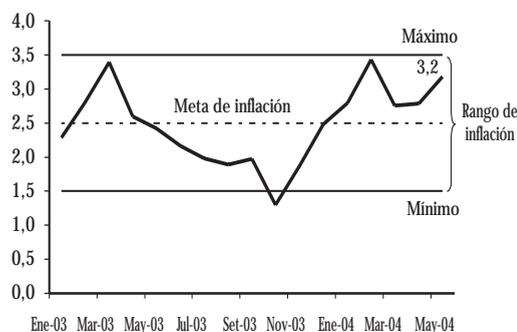
Gráfico 2
CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN
POR PRINCIPALES PRODUCTOS
(Variación porcentual mensual y puntos porcentuales)



de la papa, que explicó la inflación de enero y febrero, estos productos a partir de marzo pasaron a registrar significativas caídas de precios.

La escasez de agua en la costa norte, principalmente en el departamento de Lambayeque, afectó el nivel y perspectiva de la producción de arroz y azúcar, con el consecuente impacto sobre los precios en el primer trimestre; a partir de abril, estos precios tendieron a estabilizarse, en lo que habría influido las importaciones de azúcar y la reanudación de actividades de las empresas azucareras, así como las perspectivas de una recuperación parcial de la producción de arroz por mayores siembras en San Martín.

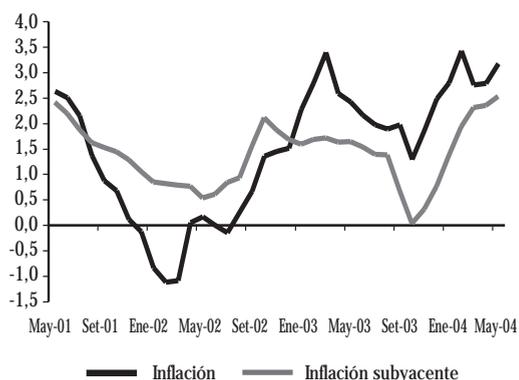
Gráfico 3
INFLACIÓN Y META DE INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)



- La tasa de inflación medida por el incremento del Índice de Precios al Consumidor en los últimos 12 meses, pasó de 2,5 por ciento a finales de 2003 a 3,2 por ciento al mes de mayo, tasa dentro del rango de la meta anual fijado por el BCRP. Cabe precisar que la meta de inflación del BCRP es de 2,5 por ciento, con una tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo, para la tasa de inflación acumulada anual al mes de diciembre de cada año.

Inflación subyacente y no subyacente

Gráfico 4
INFLACIÓN E INFLACIÓN SUBYACENTE
(Variación porcentual últimos 12 meses)



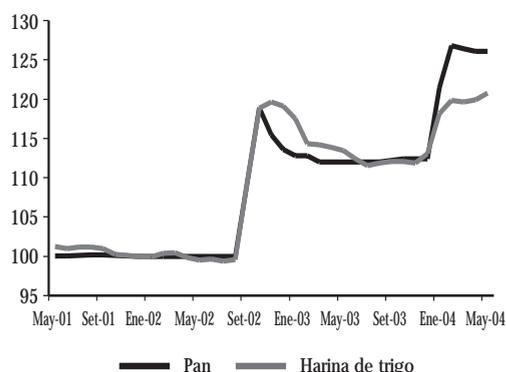
- La **inflación subyacente** es un indicador de la tendencia inflacionaria, que excluye los alimentos que presentan una mayor variabilidad en sus precios; los combustibles, los servicios públicos y las tarifas de transporte. Este indicador acumuló una variación de 1,9 por ciento entre enero-mayo del presente año y fue menor al incremento general de precios al consumidor, por el efecto del incremento transitorio de precios de alimentos y combustibles.

El aumento de 1,9 por ciento de la inflación subyacente se debió principalmente al incremento en los precios de pan y arroz. Si se excluye estos dos productos del cálculo de la inflación subyacente, la variación acumulada en el período sería de 0,9 por ciento (0,3 por ciento en el mismo período de 2003).

Al interior del rubro alimentos y bebidas, destacó el incremento de precios del pan (12,2 por ciento), arroz (11 por ciento), fideos (6,7 por ciento) y aceites (8,8 por ciento). En conjunto, estos productos explicaron el 67 por ciento de la inflación subyacente.

- Pan:** El precio del pan aumentó 8 por ciento en enero y 4 por ciento en febrero, siendo este último un rezago estadístico del alza de enero. El aumento del precio se relaciona con el incremento de la cotización internacional del trigo (de US\$ 118 por T.M. en junio de 2003 a US\$ 147 por T.M. en enero de

Gráfico 5
PRECIO DEL PAN Y DE HARINA DE TRIGO
(Índice con base en diciembre 2001=100)



2004), lo que fue parcialmente atenuado por la reducción del arancel del trigo de 20 a 12 por ciento a fines de diciembre de 2003, la competencia del sector informal, así como por la menor demanda estacional de este producto. Cabe indicar que el precio promedio de pan presentó una ligera corrección a la baja en marzo y abril (-0,6 por ciento), y se mantuvo inalterado en mayo.

- b. Arroz: El precio del arroz aumentó desde octubre de 2003, debido a las menores siembras ejecutadas y proyectadas por falta de agua en la costa norte, principalmente en el departamento de Lambayeque, acumulando entre enero y marzo de 2004 un incremento de precios de 9 por ciento. A partir de abril el precio tendió a estabilizarse como consecuencia del aumento de siembras en el departamento de San Martín, que compensará parcialmente la menor producción estimada para el año. Entre agosto 2003-abril 2004 de la actual campaña agrícola, el área sembrada de arroz disminuyó de 275 a 227 mil hectáreas; mientras que en el mismo período, el área sembrada en el departamento de San Martín aumentó de 34 a 48 mil hectáreas.
- c. Aceites: El precio del aceite aumentó desde setiembre de 2003, acumulando un incremento de 7 por ciento entre enero-febrero de 2004, y un aumento moderado de 2 por ciento entre marzo-mayo. El aumento del precio refleja la evolución de la cotización internacional del aceite de soya, que pasó de US\$ 481 por T.M. promedio en el primer semestre de 2003 a

CUADRO 3

INFLACIÓN

(Variación porcentual acumulada)

	Ponderación	2003		2004
		Ene-May	Ene-May	Ene-May
I. INFLACIÓN SUBYACENTE	68,3	0,13	0,77	1,90
Bienes	41,8	-0,30	0,29	2,35
Alimentos y bebidas	20,7	-0,95	-0,08	5,04
Textiles y calzado	7,6	0,42	0,91	0,77
Aparatos electrodomésticos	1,0	-1,34	-1,91	-0,52
Resto de productos industriales	12,5	0,43	0,70	-0,92
Servicios	26,6	0,85	1,53	1,19
Comidas fuera del hogar	12,0	0,38	1,25	1,01
Educación	5,1	2,73	3,02	3,21
Salud	1,3	1,41	2,19	0,65
Alquileres	2,3	0,99	0,99	0,49
Resto de servicios	5,9	-0,02	0,85	0,14
II. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	31,7	5,18	6,21	3,52
Alimentos	14,8	3,43	5,24	5,70
Combustibles	3,9	7,60	8,94	7,06
Transportes	8,4	10,28	10,99	-0,51
Servicios públicos	4,6	-0,88	-1,98	0,64
III. INFLACIÓN	100,0	1,74	2,48	2,44

Fuente: INEI.

Elaboración: BCRP.

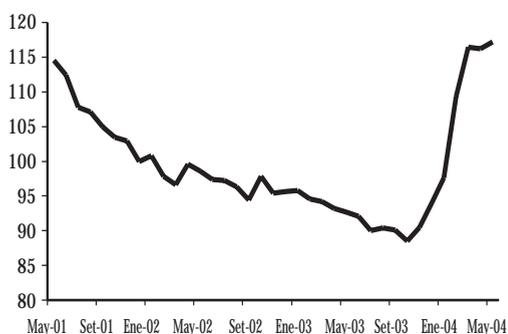
US\$ 600 por T.M. en octubre de dicho año y a US\$ 754 por T.M. en marzo de 2004. Un factor que habría limitado el aumento de los precios internos de aceites ha sido la competencia que enfrenta el sector, debiendo indicarse, además, que desde abril se ha eliminado la aplicación de derechos *antidumping* a la importación de aceites procedentes de Bolivia.

13. La **inflación no subyacente** registró una variación acumulada entre enero y mayo de 2004 de 3,5 por ciento, por efecto de los mayores precios de alimentos y combustibles, que explican 2,5 y 1,0 puntos porcentuales de este componente de inflación, respectivamente.

Alimentos

Al interior de los alimentos clasificados como no subyacentes, destacó el incremento en los precios de azúcar (25 por ciento), huevos (38 por ciento) y pescado (18 por ciento), lo que fue parcialmente compensado por la disminución en los precios de papa (-14 por ciento), cítricos (-12 por ciento) y carne de pollo (-2 por ciento).

Gráfico 6
PRECIO DEL AZÚCAR
(Índice con base en diciembre 2001=100)



- a. Azúcar: El precio del azúcar presentó una tendencia creciente desde noviembre de 2003, por efecto de los problemas climáticos que repercutieron en menores rendimientos de los cultivos, así como por el “adelanto” del corte de caña de azúcar con respecto a su período de madurez, explicado por problemas de liquidez de las empresas. Asimismo, se relaciona con las paralizaciones técnicas efectuadas por las empresas azucareras, las que no se habían llevado a cabo en el 2003. Por ello, la producción de azúcar disminuyó 16 por ciento en el período enero-abril de 2004 con respecto al mismo período de 2003.

Entre enero y marzo, el precio del azúcar aumentó 24 por ciento, para mantenerse relativamente estable a partir de abril, a lo que contribuyó la importación de 48 mil T.M. de azúcar proveniente principalmente de Ecuador (30 mil T.M.), Colombia (10 mil T.M.) y Bolivia (6 mil T.M.).

- b. Papa: El precio de la papa mostró un incremento desde agosto de 2003, en particular, en diciembre (10 por ciento). En enero de 2004, el precio de este producto aumentó 5 por ciento, para luego acumular una caída de 18 por ciento entre febrero y mayo, no obstante que el área sembrada en las principales zonas abastecedoras de Lima se vio afectada por la falta de lluvias en la sierra central (en el período agosto-noviembre de 2003 de la actual campaña agrícola, el área sembrada en estas zonas disminuyó 8 por ciento con respecto a la campaña anterior).

Un factor que ha contribuido al mayor abastecimiento de Lima es que, dada la coyuntura de precios favorables de este producto, se habría destinado una mayor proporción de la producción al mercado. El ingreso de papa al mercado mayorista de Lima en el periodo enero-mayo de 2004 aumentó 3,5 por ciento con respecto al mismo lapso de 2003, observándose una mayor oferta procedente de Huánuco y de zonas más distantes como Cajamarca.

Combustibles

La cotización internacional del petróleo WTI aumentó de US\$ 32,1 por barril en diciembre de 2003 a US\$ 40,3 por barril en mayo de 2004 (26 por ciento). La evolución de la cotización del petróleo responde a los problemas de seguridad registrados en el Medio Oriente (atacados en zonas productoras de Arabia Saudita e Irak), así como al bajo nivel de reservas de petróleo y la creciente demanda de China.

Los precios internos de combustibles aumentaron, en promedio, 7,1 por ciento en el periodo enero-mayo de 2004.

CUADRO 4

PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES (Variación porcentual mensual)

	2003								2004					
	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.-Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Ene-May
Combustibles	-1,4	-1,1	0,3	2,8	0,2	0,1	0,5	8,9	1,9	1,3	1,8	1,0	1,0	7,1
Gasolina	-1,7	-2,4	0,2	5,4	-0,5	-0,2	0,2	9,7	0,8	0,8	2,4	1,1	1,6	6,9
Gas	-2,0	-0,3	0,6	0,1	0,1	0,2	0,1	4,2	2,7	2,2	1,2	0,7	0,2	7,2
Kerosene	-0,5	-0,4	0,2	2,4	1,2	0,4	1,2	13,0	2,5	0,9	1,6	1,0	0,9	7,1
Cotización Petróleo WTI														
US\$ por barril	30,7	30,8	31,6	28,3	30,3	31,1	32,1		34,2	34,8	36,7	37,1	40,3	
Var. %	9,2	0,1	2,7	-10,4	7,1	2,7	3,0	8,9	6,8	1,5	5,5	1,1	8,5	25,7

Servicios públicos

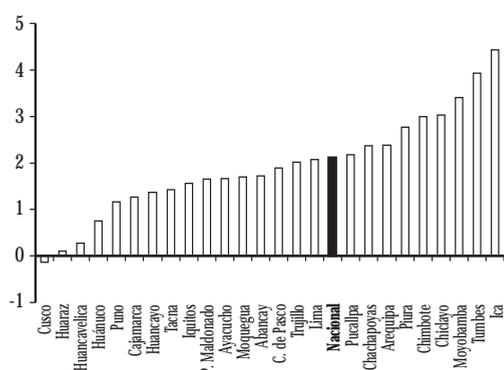
Las tarifas de servicios públicos se incrementaron 0,6 por ciento en el periodo enero-mayo de 2004, debido al aumento de las tarifas eléctricas (1,2 por ciento). En enero, el incremento de tarifas de electricidad (0,7 por ciento) se debió a la revisión de los factores de actualización de las tarifas de generación, por efecto del incremento de precios de combustibles, y en abril el aumento de estas tarifas (0,9 por ciento) se explica por el incremento de los costos de distribución eléctrica. La reducción de mayo (-0,5 por ciento) se debió al efecto de la aplicación del esquema regulatorio de tarifas en barra correspondiente al periodo mayo-octubre de 2004.

CUADRO 5

TARIFAS DE LOS SERVICIOS PÚBLICOS
(Variación porcentual mensual)

	2003								2004					
	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.-Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May. Ene.-May.	
Servicios públicos	-0,2	-0,5	0,7	0,0	0,0	-1,1	0,0	-2,0	0,3	0,1	0,0	0,5	-0,2	0,6
Electricidad	-0,7	-1,0	0,5	0,0	0,1	-2,3	0,0	-4,6	0,7	0,1	0,0	0,9	-0,5	1,2
Teléfonos	0,4	0,0	0,9	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Agua	0,0	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Gráfico 7
INFLACIÓN NACIONAL: ENERO - ABRIL 2004
(Variación porcentual acumulada)

**Inflación nacional**

14. Desde enero de 2003, el INEI presenta un índice agregado nacional de precios al consumidor sobre la base de índices de precios correspondientes a 25 ciudades. El aumento de precios acumulado entre enero y abril de 2004 fue de 2,1 por ciento, similar al de Lima. En 16 ciudades se registró un incremento del IPC menor que el promedio nacional, mientras que en las restantes 9 ciudades el registro inflacionario fue mayor que el promedio nacional.

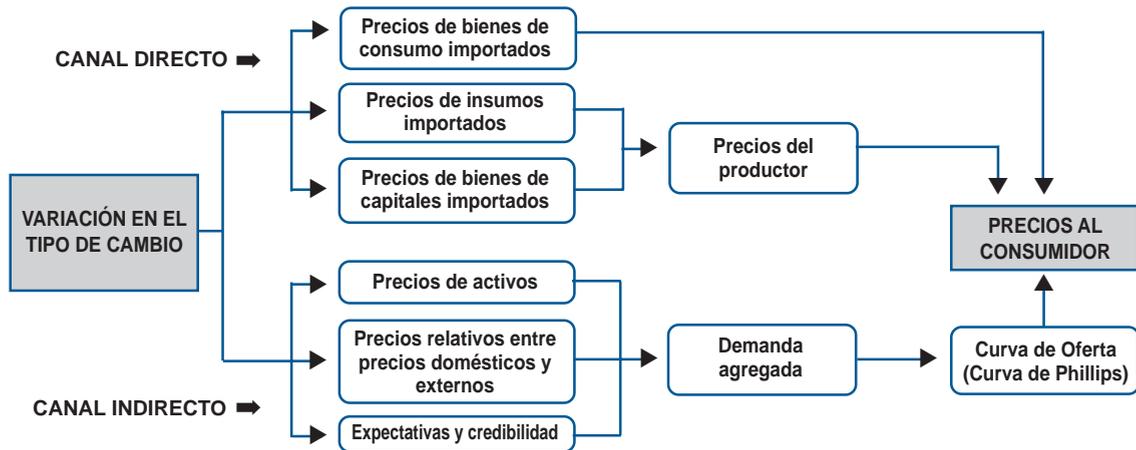
I.2 Tipo de cambio

Entre enero y marzo de 2004, el tipo de cambio se desarrolló en un contexto de presiones apreciatorias del sol por el favorable desarrollo de la balanza comercial y la caída en los spreads de las deudas de las economías emergentes. Desde abril esta evolución se revirtió básicamente por factores externos como las expectativas de aumento de las tasas de interés internacionales y por el incremento de los precios del petróleo.

RECUADRO 1**EFFECTOS DE LA DEPRECIACIÓN NOMINAL SOBRE LA INFLACIÓN**

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

El tipo de cambio afecta también a la inflación de manera indirecta mediante sus efectos sobre la demanda agregada en la medida que el dinamismo inducido de la actividad económica ejerza

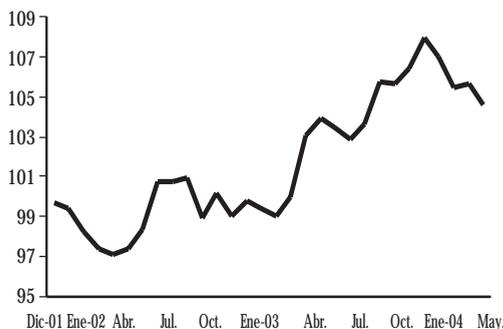


presiones al alza o a la baja en el crecimiento de los precios. Por un lado, se tiene un efecto positivo sobre las exportaciones netas vía mejora de la competitividad y por otro se tiene un impacto negativo por el efecto denominado hoja de balance para las empresas con deudas en dólares e ingresos en soles.

La magnitud del impacto (*pass-through*) puede variar dependiendo del entorno inflacionario, la volatilidad del tipo de cambio, la incertidumbre de la demanda agregada, y el grado de apertura de la economía, entre otros factores.

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

Gráfico 8
ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL
(1994=100)



15. Entre enero y mayo de 2004, el tipo de cambio registró un incremento nominal de 0,5 por ciento respecto al nivel observado en diciembre de 2003. En términos reales, se registró una apreciación real de 2,0 por ciento, resultado del diferencial entre la inflación interna de 2,4 por ciento y la inflación externa nula, que más que compensaron la depreciación nominal antes señalada.

La variación del índice de precios externos recoge, además, el efecto de la evolución de las monedas de nuestros principales socios comerciales respecto al dólar. Entre enero y mayo, el dólar se apreció respecto al dólar canadiense (4,9 por ciento), al euro (2,3 por ciento) y al yen (3,8 por ciento); pero se depreció respecto a la libra esterlina (2,2 por ciento) y a las monedas de Asia (de Corea en 1,3 por ciento y Taiwán en 1,8 por ciento).

En la región, el dólar se depreció respecto al peso argentino (0,1 por ciento) y peso colombiano (2,9 por ciento); y se apreció respecto al peso chileno (5,6 por ciento), real brasileño (6,2 por ciento), peso mexicano (2,2 por ciento), bolívar venezolano (20 por ciento) y peso boliviano (1,3 por ciento).

CUADRO 6

MAYO 2004: TIPOS DE CAMBIO BILATERALES
(S/. por U.M.)

Peso 1/	Var. % Tipo de cambio Nominal			Var. % Tipo de Cambio Real			
	May.04 Dic.96	May.04 May.03	May.04 Dic.03	May.04 Dic.96	May.04 May.03	May.04 Dic.03	
EUA	25,1%	28,3	0,2	0,5	23,3	-0,4	0,2
Euro zona	20,1%	38,9	3,5	-2,3	29,0	2,2	-3,6
Japón	10,3%	48,0	4,8	-3,3	18,6	1,0	-5,5
Brasil	6,4%	-53,3	-3,2	-4,0	-38,6	-1,4	-3,7
R. Unido	5,8%	37,2	9,7	2,0	31,4	9,0	0,9
Chile	4,8%	-11,5	10,9	-4,6	-12,0	8,2	-5,8
China	4,3%	28,3	0,2	0,5	8,2	4,3	-0,5
Colombia	4,0%	-38,6	5,8	4,2	-10,6	7,9	5,7
México	3,4%	-9,5	-10,9	-1,9	26,4	-9,7	-2,5
Argentina	3,4%	-55,7	-3,5	1,6	-47,2	-2,6	1,7
Corea	3,3%	61,5	2,0	1,6	62,6	2,2	1,2
Taiwán	2,5%	24,3	4,0	2,4	6,3	1,6	0,8
Venezuela	2,5%	-66,4	-16,5	-16,3	0,0	-1,5	-10,9
Canadá	2,4%	32,3	0,2	-4,7	25,6	-1,2	-6,0
Bolivia	1,8%	-13,2	-3,6	-0,9	-13,4	-2,3	-2,0
Canasta		9,5	1,4	-1,3	11,1	1,3	-2,0

1/ Peso con respecto al comercio del año 1994.

Fuente: FMI, SBS y REUTERS

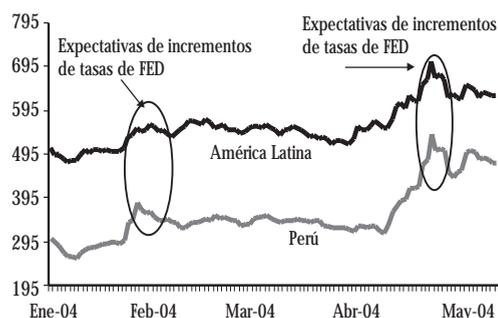
Elaboración: BCRP

Gráfico 9
TIPO DE CAMBIO INTERBANCARIO VENTA

(S/. por US\$)



Gráfico 10
INDICADORES DEL RIESGO PAÍS (PBS)
MARGEN DE LOS BONOS RESPECTO AL BONO DE E.U.A.
(En puntos básicos)



16. Durante el período enero-mayo 2004, el tipo de cambio nominal fluctuó entre S/. 3,45 y S/. 3,52 por dólar. La evolución apreciativa se observó hasta el mes de marzo y estuvo asociada a los desarrollos favorables en el sector externo, en particular de la balanza comercial que en el primer trimestre alcanzó un superávit de US\$ 559 millones (el año previo registró un déficit de US\$ 18 millones) y de los *spreads* de la deuda que alcanzaron mínimos históricos en el primer trimestre. Estas bajas expectativas depreciatorias se han reflejado en las tasas implícitas de las operaciones *forward* a 3 meses que se han mantenido alrededor de 1,8 por ciento anual.

17. La tendencia apreciativa se revirtió desde abril por factores externos e internos. Entre los factores externos destacan las expectativas de alza de tasa de interés en Estados Unidos. En enero el comunicado del banco central de los Estados Unidos (FED) eliminó la referencia de mantener tasas de interés bajas por un período "prolongado", lo que creó presiones

Gráfico 11
POSICIÓN DE CAMBIO CUBIERTA
Y SALDO DE VENTAS FORWARD
(Millones de US\$)

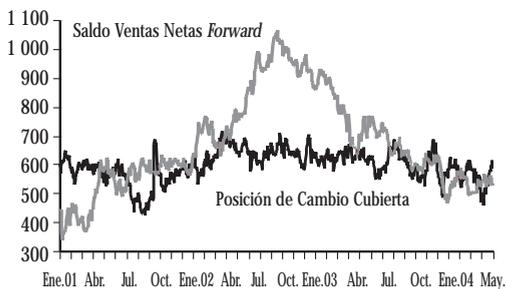


Gráfico 12
TIPO DE CAMBIO E INTERVENCIÓN
BCRP MENSUAL: DIC. 2002 - MAY. 2004

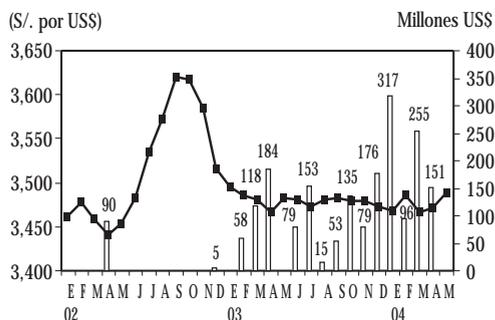


Gráfico 13
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS
(Millones de US\$)

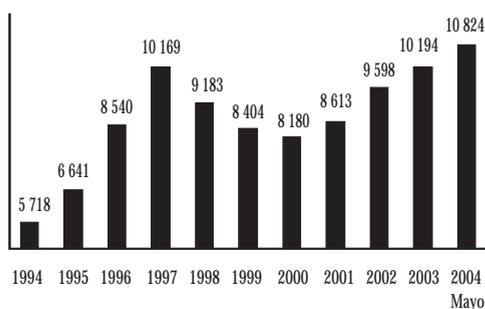
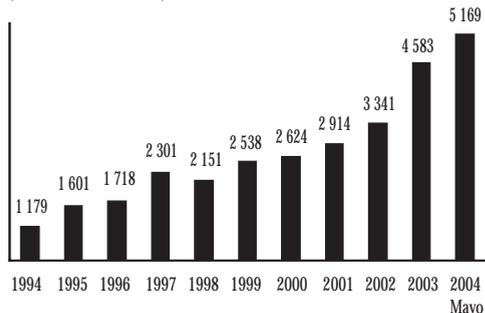


Gráfico 14
POSICIÓN DE CAMBIO DEL BCRP
(Millones de US\$)



depreciatorias sobre las monedas de la región y elevó los rendimientos de los títulos de deuda emergente. En mayo, el comunicado de la FED dejó entrever una próxima subida de tasas, aunque en forma gradual; lo que generó presiones adicionales sobre las monedas de la región y elevó nuevamente los rendimientos de los títulos de deuda emergente.

Estas expectativas al alza en la tasa de la FED se basan en la difusión de indicadores de la economía de EUA que confirman una consolidación del crecimiento y un fortalecimiento de las demandas de empleo, así como la existencia de indicios de presiones inflacionarias. El mercado preveía un aumento de la tasa de interés de alrededor de 50 puntos básicos para el segundo semestre del año pero ahora espera un alza mayor (100 puntos básicos) y en un período más próximo (probablemente a partir de junio). En este comportamiento depreciatorio influyeron algunos eventos internos y una mayor demanda de dólares por parte de las AFPs, empresas y bancos, así como operaciones de cobertura cambiaria de ventas *forwards* de la banca en abril.

- Entre fines de diciembre 2003 y fines de mayo de 2004, el saldo de venta neta *forward* de la banca se redujo en US\$ 72 millones (de US\$ 607 a US\$ 536 millones) y la posición de cambio aumentó en US\$ 62 millones (de US\$ 536 a US\$ 598 millones).
- Entre enero y mayo de 2004 el BCRP compró US\$ 818 millones en el mercado cambiario. Una parte de estas compras atendió la demanda neta de dólares del sector público por US\$ 250 millones, por lo que las compras netas del BCRP fueron de US\$ 568 millones. Desde la tercera semana de dicho mes no se han realizado compras de dólares en el mercado cambiario. Las compras de dólares permitieron fortalecer la posición de reservas internacionales en un contexto de volatilidad del tipo de cambio (hacia la baja) registrada hasta el mes de abril.

Este nivel de compras netas de dólares y los mayores depósitos en dólares del sector público en el BCRP por US\$ 135 millones, han permitido incrementar las reservas internacionales en US\$ 629 millones, alcanzando un saldo de US\$ 10 824 millones al cierre de mayo. Por su parte, los depósitos en dólares de los intermediarios financieros en el BCRP disminuyeron US\$ 88 millones en este período.

I.3 Demanda Interna y PBI

El crecimiento de las exportaciones, impulsado principalmente por los mayores volúmenes comercializados de productos mineros y no tradicionales así como el mayor dinamismo de la

inversión privada, y el incremento del consumo privado, son los principales factores que explican la evolución del producto bruto interno en el primer trimestre del año.

20. Durante el primer trimestre, el **producto bruto interno** creció 4,6 por ciento, registrando tasas positivas por 11 trimestres consecutivos. En los tres primeros meses del año, el crecimiento de la economía estuvo impulsado por el dinamismo de las exportaciones, que aumentaron 11,9 por ciento en un contexto de crecimiento de la economía mundial y de recuperación del precio de nuestras exportaciones y de la inversión privada, que subió 8,0 por ciento, la tasa más alta desde el cuarto trimestre de 1997, influida por la ejecución de proyectos mineros y energéticos como el de Camisea.

CUADRO 7

PRODUCTO BRUTO INTERNO

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

	2003		2004
	I Trim.	Año	I Trim.
I. DEMANDA GLOBAL (1+2)	6,4	3,9	4,2
1. Demanda Interna 1/	6,2	3,6	2,8
a. Consumo privado	4,5	3,2	3,1
b. Consumo público	6,4	4,5	0,3
c. Inversión privada fija	7,0	5,3	8,0
d. Inversión pública	5,0	5,0	-12,9
2. Exportaciones	7,6	5,8	11,9
II. OFERTA GLOBAL (3+4)	6,4	3,9	4,2
3. Producto Bruto Interno	6,3	4,1	4,6
4. Importaciones	6,9	3,2	1,9

1/ Incluye variación de inventarios.

Fuente: INEI

21. Las **exportaciones** crecieron por la mayor actividad de los productos tradicionales mineros como oro (16 por ciento), cobre (13,9 por ciento), plomo (33,5 por ciento) y plata (2,4 por ciento), y por los productos no tradicionales, entre los que destacaron los textiles (31,3 por ciento), agropecuarios (31,6 por ciento) y sidero-metalúrgicos y joyería (56,1 por ciento). De otro lado, las importaciones aumentaron 1,9 por ciento, principalmente por materias primas para la industria (10,7 por ciento), bienes de capital para la industria (7,7 por ciento) y equipos de transporte (24,1 por ciento).

22. La **inversión privada** viene creciendo impulsada principalmente por el desarrollo de proyectos en el sector minería e

Gráfico 15
VENTAS DE VEHÍCULOS NUEVOS
(Variaciones porcentuales 12 meses)

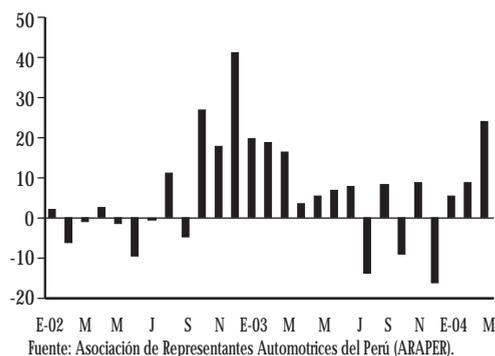
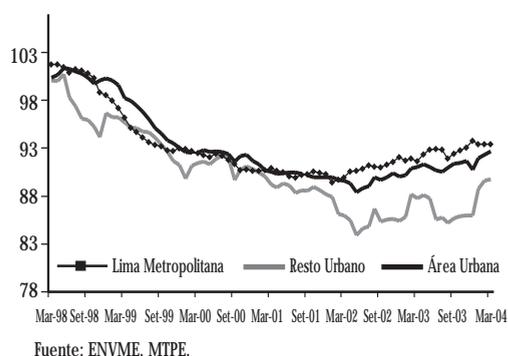


Gráfico 16
EMPLEO EN EMPRESAS DE 10 Y MÁS TRABAJADORES
(Índice desestacionalizados, octubre 1997 = 100)



hidrocarburos como Camisea, que influyeron en el mayor dinamismo del sector construcción, así como por la adquisición y renovación de equipos en el sector industrial. En este contexto, se produjo un aumento de 8,3 por ciento del sector construcción y un incremento de las importaciones de bienes de capital, que excluyendo materiales de construcción creció 11,5 por ciento en términos nominales, destacando las destinadas a la industria y equipos de transporte reflejadas en mayores compras de Ferreyros (empresa distribuidora de maquinaria) y de las empresas minera Southern y la Refinería La Pampilla.

23. El incremento de 3,1 por ciento del **consumo privado** estuvo asociado al incremento de 6,2 por ciento en el ingreso nacional disponible y al aumento de 1,9 por ciento en el empleo urbano en empresas de 10 y más trabajadores, principalmente en el sector manufacturero. Esta evolución se reflejó en el incremento de 22,0 por ciento en los créditos de consumo de las empresas financieras y en el crecimiento de 10 por ciento en las ventas de vehículos.

El crecimiento de la producción ha sido acompañado por un incremento del empleo en los últimos meses. En marzo de 2004 el empleo en empresas de 10 y más trabajadores subió 1,9 por ciento en el área urbana con respecto a marzo del año anterior, de acuerdo a la Encuesta Nacional de Variación Mensual de Empleo que elabora el Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo (MTPE). Los incrementos más importantes se registraron

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

	Marzo 2004/ Marzo 2003	Ene. - Mar 2004/ Ene. - Mar. 2003
Perú Urbano	1,9	1,9
Lima Metropolitana	1,9	1,8
Resto Urbano	2,3	2,5
Arequipa	1,9	1,8
Cajamarca	2,7	-0,1
Chiclayo	-0,3	-0,7
Chimbote	-2,2	3,0
Chincha	1,7	3,5
Cusco	-1,1	-3,1
Huancayo	4,1	-0,2
Ica	15,3	10,9
Iquitos	0,7	1,4
Paita	26,9	9,5
Pisco	-2,7	-2,3
Piura	6,8	5,1
Pucallpa	-4,1	-1,6
Puno	-4,0	-6,4
Tacna	-2,1	-5,9
Tarapoto	0,7	-1,6
Trujillo	5,0	8,2

Fuente: MTPE, Informe Estadístico Mensual.

en los sectores manufactura (2,4 por ciento), servicios (2,6 por ciento) y transporte (2,2 por ciento). Cabe señalar que esta encuesta reporta indicadores del área urbana para Lima Metropolitana y otras 21 ciudades del país.

En el resto urbano, el empleo creció 2,3 por ciento, destacando el incremento del empleo en Paita (26,9 por ciento), que fue acompañado por una mayor actividad industrial, y en Ica (15,3 por ciento), como consecuencia de la mayor actividad agrícola y comercial. En Trujillo, el empleo creció 5 por ciento por la mayor actividad agroindustrial para exportación, en tanto que en Piura, el mayor empleo se registró en el sector transporte (por operaciones de mantenimiento) y servicios de enseñanza.

24. El **consumo público** registró un nivel ligeramente superior al observado en el primer trimestre de 2003 (0,3 por ciento), como consecuencia del mayor gasto en bienes y servicios del gobierno central, de los organismos reguladores y oficinas registrales, y de los gobiernos locales. La reducción de 12,9 por ciento de la **inversión pública** se explica por un desfase en el gasto por la demora en la implementación de los programas transferidos a los gobiernos locales y regionales.

CUADRO 9

PRODUCTO BRUTO INTERNO

(Variaciones porcentuales respecto al mismo período del año anterior)

	2003		2004
	I Trim.	Año	I Trim.
Agropecuario	2,1	2,2	1,7
Pesca	-15,0	-13,4	6,5
Minería e hidrocarburos	4,5	6,7	12,4
Minería metálica	5,6	7,8	14,0
Hidrocarburos	-6,2	-4,5	-5,4
Manufactura	6,4	2,2	5,0
Procesadores de recursos primarios	-2,2	-2,8	0,5
Manufactura no primaria	8,5	3,6	6,0
Construcción	5,2	4,8	7,1
Comercio	8,0	3,6	2,2
Servicios	6,0	4,5	4,8
Electricidad y agua	4,7	4,2	4,7
Otros servicios	6,1	4,5	4,8
VALOR AGREGADO BRUTO (VAB)	5,7	3,8	4,8
Impuestos a los productos y derechos de importación	11,9	6,3	2,6
PBI GLOBAL	6,3	4,1	4,6
VAB Primario	1,8	2,5	5,5
VAB No Primario	6,8	4,2	4,6

Fuente: INEI.

Gráfico 17

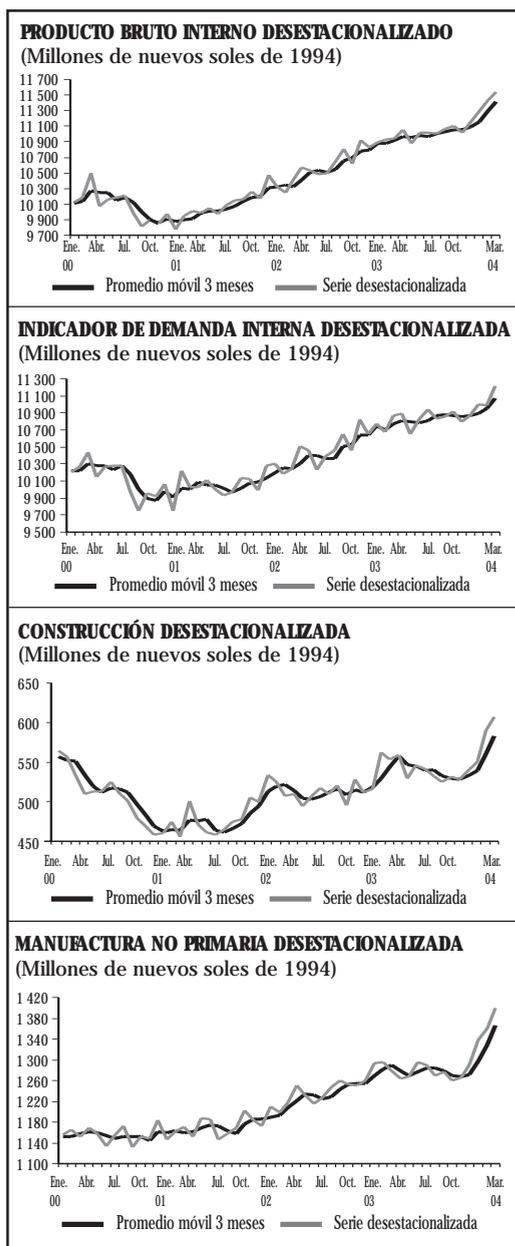
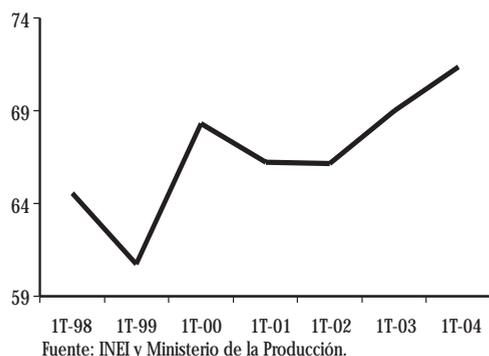


Gráfico 18
INDICADOR INDIRECTO DE LA TASA DE UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA DEL SECTOR MANUFACTURA (En porcentaje)



25. Analizando el **crecimiento sectorial** del primer trimestre de 2004, se observa que los sectores primarios crecieron 5,5 por ciento, en tanto que los no primarios aumentaron 4,6 por ciento. En dicho período hubo un crecimiento en todos los sectores, situación que no se observaba desde el cuarto trimestre de 2002. El sector primario se vio impulsado por el crecimiento de la minería metálica (14 por ciento) ante la mayor producción de oro, cobre y hierro; y de la pesca (6,5 por ciento) por los mayores desembarques de anchoveta. Dentro del sector no primario destacaron: la construcción (7,1 por ciento) asociado al impulso de los programas habitacionales promovidos por el Estado; y la manufactura no primaria (6 por ciento) que refleja el incremento de las exportaciones no tradicionales, el desarrollo de proyectos mineros y la mayor producción de bienes de consumo finales para el mercado interno (alimentos y bebidas) y los bienes ligados a la construcción (cemento, vidrio, mayólicas).

26. El PBI en términos desestacionalizados, ha crecido de manera ininterrumpida desde diciembre de 2003, manteniendo la tendencia creciente iniciada desde el año 2001. La evolución de los últimos meses ha estado asociada a la mayor actividad de los sectores no primarios como manufactura y construcción, así como al dinamismo de la minería no metálica. En meses recientes, tal incremento ha sido acompañado por un aumento desestacionalizado del indicador de demanda interna.

27. Este crecimiento ha significado una mayor utilización de la capacidad instalada. La información para el sector manufacturero en su conjunto muestra un aumento progresivo en los últimos tres años.

28. En la mayoría de las ramas manufactureras, la tasa de utilización del primer trimestre de 2004 fue superior a la de similares períodos de los años 2002 y 2003, destacando la industria del papel e imprenta, minerales no metálicos, productos químicos, caucho y plásticos, y alimentos, bebidas y tabaco.

29. El **ingreso nacional disponible** aumentó 6,2 por ciento en el primer trimestre de 2004, tasa superior a la registrada en el PBI (4,6 por ciento). Este mayor crecimiento se explica por la mejora de los términos de intercambio, como consecuencia tanto de un aumento de 19,4 por ciento de los precios de exportación cuanto por las mayores transferencias que aumentaron 18,8 por ciento en este trimestre, ambas en un contexto de crecimiento de la economía mundial y particularmente, de la economía estadounidense, en la que se originan la mayor parte de dichas transferencias.

CUADRO 10

INGRESO NACIONAL DISPONIBLE

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

	2003		2004
	I Trim.	Año	I Trim.
I. Producto bruto interno (PBI)	6,3	4,1	4,6
II. Producto nacional bruto (PNB) 1/	4,8	3,2	3,6
III. Ingreso nacional bruto (IN) 2/	5,4	3,7	5,9
IV. Ingreso nacional disponible (IND) 3/	5,5	3,9	6,2

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

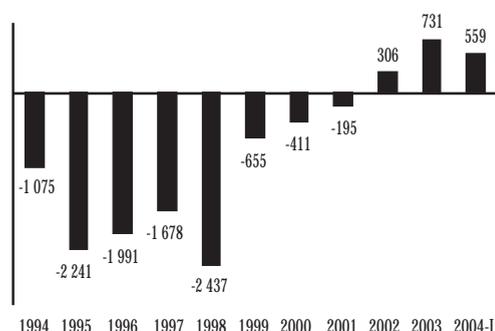
Fuente: INEI y BCRP

L4 Cuentas externas

En el primer trimestre la balanza comercial mantuvo un desarrollo superavitario (US\$ 559 millones) en un contexto internacional favorable reflejado en la mejora de los términos de intercambio (14,7 por ciento), que alcanzaron su mayor variación desde 1994 y en un aumento de los volúmenes exportados de 11 por ciento (principalmente oro y cobre).

La reducción del déficit en cuenta corriente, apoyado en el mayor superávit comercial, viene mejorando la sostenibilidad del sector externo, lo que se ha reflejado en un menor requerimiento de capitales y en una acumulación de reservas internacionales de US\$ 216 millones que mejoran la posición de liquidez internacional del país.

Gráfico 19
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

**Balanza comercial**

30. En el primer trimestre de 2004 el desarrollo del sector externo mantuvo su tendencia favorable, lo que se reflejó en el resultado positivo de la balanza comercial de US\$ 559 millones. Este resultado se explica por el crecimiento de 33 por ciento de las exportaciones, en tanto que las importaciones aumentaron en 4 por ciento.

31. Las **exportaciones** en el primer trimestre ascendieron a US\$ 2 687 millones, mayores en US\$ 664 millones a las registradas en similar periodo del año anterior. Las ventas al exterior tradicionales fueron superiores en US\$ 483 millones (34 por ciento), mientras que las no tradicionales lo fueron en US\$ 181 millones (31 por ciento). En el primer caso, la mejora

se explica principalmente por los mayores volúmenes embarcados de oro (por la mayor producción de Yanacocha) y cobre (por la mayor producción de Antamina y de Tintaya) que aumentaron 16,0 y 13,9 por ciento, respectivamente; así como por sus mejores precios internacionales que crecieron en 16,0 y 58,6 por ciento, respectivamente. Las exportaciones no tradicionales continuaron favorecidas principalmente por la Ley de Promoción Comercial Andina y Erradicación de la Droga (ATPDEA) que permitió el incremento de las exportaciones textiles en 31,3 por ciento; por el dinamismo del sector agropecuario que creció 31,6 por ciento; y por las mejores cotizaciones internacionales que impactaron positivamente en el sector siderometalúrgico y joyería (56,1 por ciento).

Las **importaciones** alcanzaron US\$ 2 128 millones, aumentando en US\$ 86 millones (4 por ciento) respecto al mismo trimestre del año anterior. Dicho dinamismo se explica por las mayores compras de insumos (US\$ 72 millones o 7 por ciento), particularmente de materias primas para la industria (11 por ciento). Asimismo se observó un crecimiento de las compras de bienes de capital (US\$ 23 millones o 5 por ciento), particularmente de las maquinarias para la industria. Sin embargo, se registró una caída de las adquisiciones de bienes de consumo, tanto duradero como no duradero.

Términos de intercambio

32. El significativo superávit comercial respondió también a la mejora que se viene registrando en los términos de intercambio (14,7 por ciento), particularmente desde el segundo semestre de 2003 por el aumento observado en los precios internacionales de los metales ante las mejores perspectivas de crecimiento mundial. Así, el incremento en los términos de intercambio en el primer trimestre de 2004 responde básicamente a los mayores precios de exportación en un 19,4 por ciento, ya que los precios de importación sólo aumentaron 4,0 por ciento. El mayor incremento se registró en el caso del cobre (58,6 por ciento). Por su parte, el aumento de los precios de importación se explica por los mayores precios del trigo (18,6 por ciento) y soya (31,7 por ciento).

Balanza en cuenta corriente y flujo de capitales

33. En el primer trimestre de 2004, el **déficit en cuenta corriente** de la Balanza de Pagos fue de US\$ 68 millones (-0,4 por ciento del PBI), menor en US\$ 446 millones al del mismo trimestre de 2003 (3,6 por ciento del PBI), mejora explicada fundamentalmente por el superávit comercial (US\$ 559

CUADRO 11

BALANZA DE PAGOS

(Millones de US\$)

	2003		2004
	I Trim.	Año	I Trim.
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	- 514	- 1 061	- 68
<i>Porcentaje del PBI</i>	-3,6	-1,7	-0,4
1. Balanza comercial	- 18	731	559
a. Exportaciones	2 024	8 986	2 687
b. Importaciones	- 2 041	- 8 255	- 2 128
2. Servicios	- 250	- 931	- 262
3. Renta de factores	- 509	- 2 082	- 689
4. Transferencias corrientes	263	1 221	323
II. CUENTA DE CAPITALES	1 364	1 476	275
1. Sector privado 1/	768	791	309
2. Sector público	597	685	- 34
III. FINANCIAMIENTO EXCEPCIONAL	1	64	2
IV. FLUJO DE RESERVAS NETAS DEL BCR (1 - 2)	- 851	- 479	- 208
<i>(Incremento con signo negativo)</i>			
1. Variación del saldo de RIN	- 845	- 596	- 216
2. Efecto valuación y monetización de oro	6	- 118	- 8
Memo:			
Capitales brutos de largo plazo del sector privado	668	1 940	429

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

Fuente: BCRP, MEF, SUNAT y empresas

millones). Ello fue en parte compensado por el incremento en el déficit por renta de factores (US\$ 180 millones), tanto del sector privado (por mayor impacto de las utilidades generadas) cuanto del sector público (por el menor rendimiento de los activos y los mayores intereses por bonos), así como por el mayor saldo negativo del rubro servicios, en tanto que las transferencias corrientes aumentaron en US\$ 60 millones debido a las mayores remesas de peruanos en el exterior.

34. En este trimestre la cuenta de capitales alcanzó a US\$ 275 millones, menor al del mismo trimestre del año previo en US\$ 1 089 millones. Ello debido al menor flujo financiero correspondiente al sector privado en US\$ 459 millones, tanto en préstamos cuanto en inversión directa, compensados parcialmente por la menor inversión en activos del exterior de entidades como las AFP's. Cabe señalar que los capitales brutos de largo plazo del sector privado ascendieron a US\$ 429 millones. Los principales recursos recibidos del exterior correspondieron al proyecto Camisea (US\$ 42 millones) y en menor medida al sector industria (US\$ 25 millones), registrándose además un importante volumen de inversión como contrapartida de utilidades no distribuidas. Los capitales públicos registraron también un flujo negativo de US\$ 34

millones frente a US\$ 597 millones del primer trimestre de 2003, diferencia explicada principalmente por el ingreso extraordinario de emisión de bonos del primer trimestre de 2003 por US\$ 750 millones.

Con ello, en el primer trimestre de 2004, el flujo de reservas internacionales netas del BCRP fue positivo en US\$ 216 millones.

I.5 Gasto público y cuentas fiscales

Las cuentas fiscales evolucionaron favorablemente, arrojando un superávit primario durante el primer trimestre del año como consecuencia del aumento en la recaudación tributaria, la reducción de los gastos no financieros, en particular de los gastos de capital, originados, entre otros factores, por los desfases en el gasto de algunos proyectos descentralizados por el proceso de transferencia del gobierno central a los gobiernos locales y regionales, y por la presencia de lluvias y problemas climatológicos en el primer trimestre de 2004, situaciones que debieran revertirse en los siguientes trimestres.

35. Durante el primer trimestre de 2004 el **resultado económico** del Sector Público no Financiero (SPNF) registró un superávit equivalente a 0,7 por ciento del PBI, cifra que contrasta con el

CUADRO 12

SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (Millones de nuevos soles)

	2003		2004
	I Trim.	Año	I Trim.
1. Ingresos corrientes	7 458	31 551	8 135
(% del PBI)	15,0	14,9	14,8
Var % real	17,0	8,0	5,9
2. Gastos no financieros	-6 766	-31 460	-6 775
(% del PBI)	-13,6	-14,8	-12,4
Var % real	7,8	5,2	-2,8
3. Otros	175	814	454
(% del PBI)	0,4	0,4	0,8
4. Resultado Primario	866	905	1 815
(% del PBI)	1,7	0,4	3,3
5. Intereses	-1 215	-4 633	-1 421
(% del PBI)	-2,4	-2,2	-2,6
De los cuales:			
Bonos de Reconocimiento	- 174	- 235	- 204
Externos (Millones de US\$)	- 252	-1 082	- 310
6. Resultado Económico	- 349	-3 728	393
(% del PBI)	-0,7	-1,8	0,7
Millones de US\$	- 100	-1 072	113

Fuente: MEF, SUNAT, ESSALUD, Sociedades de beneficencia pública, gobiernos locales, empresas estatales e instituciones públicas.

Elaboración: BCRP.

déficit de 0,7 puntos porcentuales del PBI registrado en el primer trimestre de 2003. Este resultado se debió a la mejora en el resultado primario del sector público no financiero en 1,6 puntos porcentuales del PBI ocasionada principalmente por mayores ingresos tributarios, menores gastos no financieros del gobierno central y el superávit de las empresas públicas.

Los **intereses** del SPNF ascendieron a 2,6 por ciento del PBI, cifra superior en 0,2 puntos porcentuales a los del año anterior debido al mayor vencimiento de intereses por deuda externa.

36. Los **ingresos corrientes** del gobierno central se incrementaron en 6 por ciento en términos reales respecto al primer trimestre de 2003, debido a la mejora en los ingresos tributarios del gobierno central (incremento real de 9 por ciento). Ésta fue explicada por los mayores pagos por el impuesto a la renta asociados a mayores coeficientes e ingresos declarados por los principales contribuyentes y al agotamiento de sus saldos a favor; el aumento de un punto porcentual en la tasa del IGV de 16 por ciento a 17 por ciento a partir de agosto de 2003; la inclusión de nuevos bienes y servicios al sistema de detracciones a partir del segundo semestre de 2003; la aplicación del Régimen de Percepciones del IGV a la importación implementado a mediados de noviembre del año 2003; y la recaudación del Impuesto a las Transacciones Financieras.
37. La reducción del gasto no financiero del gobierno central (de 13,6 a 12,4 por ciento del PBI entre el primer trimestre 2003 y el 2004) se explicó básicamente por la menor ejecución del gasto corriente no financiero (de 12,1 a 11,5 por ciento del PBI) y de capital (de 1,4 a 0,9 por ciento del PBI), respecto a los montos autorizados. Existen diversos factores que explicaron esta evolución.

El primero de ellos fue la transferencia del gasto social y de capital del gobierno nacional a los gobiernos regionales y locales, como parte del proceso de descentralización. En este caso se ha producido un desfase en el gasto por la implementación de procesos operativos y problemas de gestión de los programas transferidos. Así, si bien se ha reducido el gasto en programas sociales desarrollados por el Pronaa, Foncodes, Pro-vías rural, el ex Ordesur y el proyecto A Trabajar Urbano (Ministerio de Trabajo), no ha aumentado en la misma magnitud el gasto en regiones y gobiernos locales.

Por otro lado, la presencia de lluvias y problemas climatológicos en el primer trimestre de 2004, afectaron el normal desarrollo de proyectos del sector transportes, como los de rehabilitación

y mejoramiento de las carreteras Chalhuanca-Abancay y Aguaytía-Pucallpa.

Finalmente, debido a que en igual período del año pasado llegaron maquinarias para el Programa de Equipamiento Básico Municipal, ejecutado con financiamiento externo del JBIC (S/. 93 millones).

El cuarto factor tiene que ver con la normalización del gasto de pensiones de la ONP, que recibe transferencias del Tesoro Público, dado que durante el primer trimestre de 2003 tuvo que afrontar el pago de pensiones devengadas acumuladas.

38. El mejor resultado de las **empresas estatales no financieras** (S/. 364 millones respecto al primer trimestre de 2003) fue explicado básicamente por el superávit de Petroperú, Sedapal y de las empresas regionales de electricidad.
39. Los requerimientos totales de financiamiento fueron inferiores a los observados durante el primer trimestre del año anterior. El requerimiento de financiamiento ascendió a US\$ 308 millones, el que se cubrió principalmente con desembolsos externos por US\$ 259 millones, de los cuales US\$ 200 millones corresponden a recursos de libre disponibilidad y US\$ 59 millones a proyectos de inversión. Asimismo, se colocaron bonos soberanos en el mercado doméstico por un monto equivalente a US\$ 173 millones y se recibieron ingresos de privatización por US\$ 71 millones.

CUADRO 13

FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

	2003		2004
	I Trim.	Año	I Trim.
1. Resultado Económico (Millones de soles)	- 349	-3 728	393
(% del PBI)	-0,7	-1,8	0,7
Millones de US\$	-100	-1 072	113
2. Amortización (Millones de US\$)	-378	-1 741	-422
Redención de Bonos de Reconocimiento	-51	-170	-51
Otros Internos	-72	-385	-72
Externos	-254	-1 187	-299
3. Requerimiento Financiero (Millones de US\$)	478	2 813	308
Desembolsos externos	838	2 101	259
Libre disponibilidad	750	1 765	200
- Multilaterales	0	519	200
- Bonos	750	1 246	0
Proyectos de inversión	88	336	59
Bonos internos	48	508	173
Privatización	6	52	71
Otros	-415	152	-194

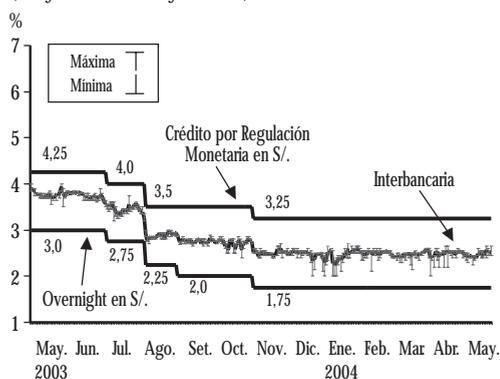
Fuente: MEF, BN, y BCRP

L6 Tasas de interés y agregados monetarios

Tasa de interés interbancaria

El manejo de la política monetaria se hace mediante el anuncio de las tasas de interés de referencia de las operaciones activas y pasivas que realiza el BCRP con la banca. Las operaciones de mercado abierto han permitido que la tasa de interés interbancaria se haya mantenido en 2,5 por ciento. Desde noviembre de 2003, el Banco Central ha mantenido estable su posición de política monetaria con una tasa interbancaria de 2,5 por ciento.

Gráfico 20
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL
(Mayo 2003 - Mayo 2004)



40. Las tasas de interés de referencia del Banco Central para sus operaciones con la banca pasivas (depósitos *overnight*) y activas (repos directas y créditos de regulación monetaria) determinan un corredor de referencia para la tasa de interés del mercado interbancario en soles. Las operaciones monetarias que diariamente se han efectuado para inyectar o retirar liquidez del mercado han permitido que, entre diciembre de 2003 y mayo de 2004, el nivel de la tasa de interés del mercado de préstamos interbancarios se ubique alrededor del centro del corredor que forman estas tasas de interés de referencia. De esta forma, la desviación estándar promedio de la tasa de interés interbancaria en lo que va del año se mantuvo en 0,1 puntos porcentuales, similar a la registrada el año anterior.

Esta estabilidad alcanzada en la tasa interbancaria permite una mejor predictibilidad en la formación de tasas de interés en soles.

CUADRO 14

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

Año	Nivel promedio	Desviación estándar
1998	19,0	6,6
1999	14,9	4,8
2000	12,7	2,5
2001	8,6	0,9
2002	3,2	0,5
2003	3,4	0,1
2004 1/	2,5	0,1

1/ Enero - mayo
Fuente: BCRP

CUADRO 15

TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA EN SOLES
(En porcentajes)

	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Oct.	Nov.	Dic.
2003												
Promedio	3,75	3,80	3,82	3,84	3,78	3,74	3,47	3,01	2,77	2,71	2,55	2,51
Desviación estándar	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0
Coef. variabilidad (%)	3,6	2,6	1,6	1,3	1,8	1,3	2,5	8,2	2,2	2,9	4,3	2,0
2004												
Promedio	2,41	2,52	2,48	2,49	2,48							
Desviación estándar	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0							
Coef. variabilidad (%)	4,2	1,7	1,5	2,6	1,9							

Fuente: BCRP

Gráfico 21
TASA DE INTERÉS PROMEDIO MENSUAL EN MONEDA NACIONAL (Mayo 2003 - Mayo 2004)

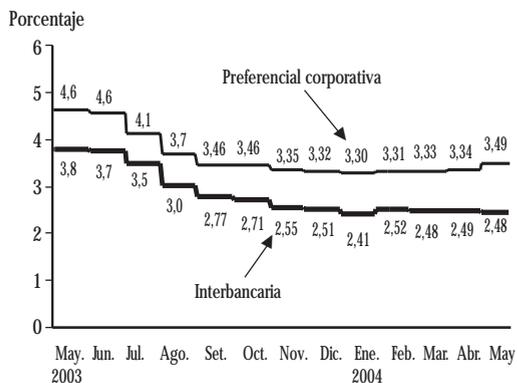
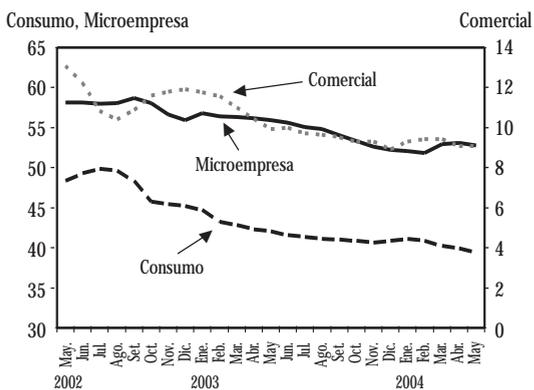


Gráfico 22
TASA DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL PARA CRÉDITOS A LA MICROEMPRESA, DE CONSUMO Y COMERCIALES



41. Tal como en los meses previos, la evolución de la tasa de interés interbancaria continuó induciendo el comportamiento de las demás tasas de interés en soles del mercado en distintos plazos (depósitos, créditos y valores). En el caso de la tasa de interés correspondiente a los créditos a 90 días para clientes de bajo riesgo, ésta se mantuvo estable alrededor de 3,3 por ciento entre diciembre de 2003 y abril de 2004, aunque con un aumento en mayo (3,5 por ciento).

42. La tasa activa promedio de intereses de las empresas bancarias en moneda nacional (ver recuadro) disminuyó de 19,0 a 18,8 por ciento entre diciembre de 2003 y mayo de 2004, siguiendo la tendencia decreciente de los últimos años. Por componentes, la tasa promedio por crédito de consumo disminuyó de 40,9 por ciento en diciembre a 39,4 por ciento en mayo; la tasa

CUADRO 16

TASAS DE INTERÉS PARA OPERACIONES EN SOLES
(En porcentajes)

	2002				2003				2004		
	mar	jun	set	dic	mar	jun	set	dic	mar	abr	may
1. Interbancaria	2,5	2,6	5,4	3,8	3,8	3,7	2,8	2,5	2,5	2,5	2,5
2. Depósitos de ahorro	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,5	1,3	1,3	1,4	1,3	1,3
3. Activa preferencial	3,9	3,7	6,8	5,1	4,7	4,6	3,5	3,3	3,3	3,3	3,5
4. Activa promedio hasta 360 días	15,5	14,1	14,0	14,8	14,3	14	14,3	14,0	14,8	14,2	14,5
5. CD											
Del saldo	5,4	4,8	4,1	4,7	4,7	4,8	4,3	3,9	3,7	3,7	3,7
Plazo promedio de las colocaciones del mes (en meses) 1/	6	6	-	8	12	7	15	11	11	12	-

1/ Excluye colocaciones de CD a una semana

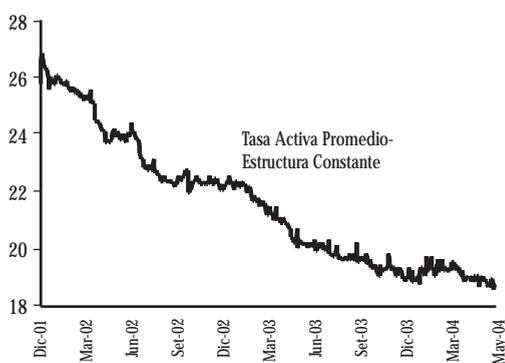
Fuente: BCRP

cobrada por créditos a la microempresa pasó de 52,2 a 52,8 por ciento en similar período y la tasa para préstamos comerciales en mayo se situó en 9,1 por ciento luego que en diciembre se ubicara en 8,9 por ciento.

RECUADRO 2

Nuevos indicadores de tasas de interés promedio del sistema bancario

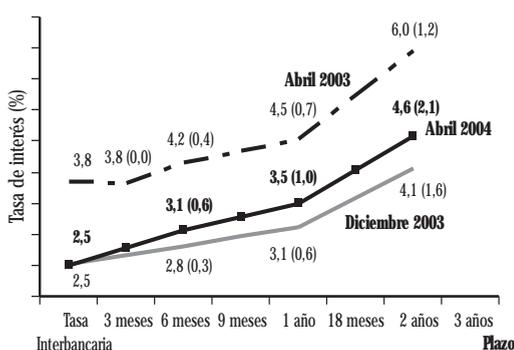
TASA DE INTERÉS ACTIVA DE LA BANCA EN MONEDA NACIONAL
(% efectivo anual)



El Banco Central ha comenzado a publicar indicadores de las tasas activas y pasivas promedio de la banca elaborados sobre la base de ponderaciones constantes. Estos nuevos indicadores permiten apreciar la tendencia general de las tasas en el mercado, con independencia de las variaciones en la importancia relativa de las distintas modalidades de crédito o depósito. La inclusión de estos nuevos indicadores ha sido necesaria porque las tasas de interés de las diversas modalidades de crédito de la banca en moneda nacional han caído en forma ininterrumpida, hecho que no se refleja en los actuales indicadores agregados de las tasas activas de la banca (TAMN). Esto se debe a que estos últimos recogen también el efecto del mayor crecimiento registrado por las colocaciones con mayores tasas de interés, como las del crédito de consumo y a la microempresa.

El nuevo indicador de tasas de interés promedio en moneda nacional ha sido construido tomando como base la estructura de participación de los cuatro grandes rubros de colocaciones (comercial, microempresa, consumo e hipotecario) de las empresas bancarias en diciembre de 2001, permitiendo una mejor evaluación de la tendencia general de las tasas activas de mercado.

Gráfico 23
RENDIMIENTOS DE CDBCRP POR PLAZO 1/



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

43. En los primeros cuatro meses del año, se observó un desplazamiento hacia arriba de la curva de rendimientos de los Certificados de Depósito del Banco Central (CDBCRP) así como un empinamiento de la curva para los plazos más largos. Esta evolución se explicaría por las expectativas de los agentes en torno a un incremento de las tasas de interés en el futuro ante las previsiones de alza de las tasas de interés internacionales. Así, las tasas promedio de los CDBCRP a 6 meses y 1 año aumentaron en 0,3 y 0,4 puntos porcentuales entre diciembre de 2003 y abril de 2004, respectivamente; mientras que la tasa del CDBCRP a 2 años subió 0,5 puntos porcentuales en el mismo período.

44. El saldo de CDBCRP se incrementó de S/. 4 097 millones en diciembre de 2003 a S/. 5 998 millones en marzo de 2004 debido principalmente a la esterilización de las operaciones cambiarias del Banco Central. Con la mejora estacional de las finanzas públicas en abril y mayo, las operaciones cambiarias han sido esterilizadas con ventas de dólares al fisco y mayores depósitos del Banco de la Nación. Con ello, el saldo de CDBCRP se ha reducido a S/. 5 348 millones en mayo.

A su vez, la tasa de interés promedio del saldo de CDBCRP se redujo de 3,9 a 3,7 por ciento en lo que va del año, explicada por la reducción de los plazos de colocación de los CDBCRP (la última colocación de CDBCRP a 3 años se efectuó en la primera quincena de enero), en un contexto de una cierta presión alcista de las tasas de estos certificados.

CUADRO 17

SALDO DE CDBCRP POR PLAZO

(Millones de nuevos soles)

	2003	2004		
	Dic.	Mar.	Abr.	May.
Hasta 3 meses	32	305	130	40
5 y 6 meses	790	955	915	865
7 y 9 meses	180	523	523	393
1 año y 18 meses	2 280	3 031	2 941	2 816
2 y 3 años	815	1 185	1 235	1 235
Total	4 097	5 998	5 743	5 348
Memo:				
Tasa de interés promedio del saldo de CDBCRP	3,9%	3,7%	3,7%	3,7%

Fuente: BCRP

45. Durante los primeros cinco meses del año, el gobierno colocó Bonos Soberanos (BTP) por un total de S/. 809 millones bajo el esquema de creadores de mercado vigente desde el año pasado. El saldo de bonos soberanos en soles al cierre de mayo se ubicó en S/. 3 179 millones, monto superior al de diciembre de 2003 (S/. 2 660 millones).

46. Las tasas de interés de los bonos soberanos tuvieron una tendencia decreciente en el primer trimestre y una reversión al alza en abril y, en particular, en mayo. Así, la tasa de interés en el mercado secundario del Bono Soberano Junio 2005 se incrementó en 1,0 puntos porcentuales entre diciembre de 2003 y mayo. La tasa del Bono Soberano Octubre 2007 se incrementó 1,7 puntos porcentuales y la tasa del Bono Soberano Julio 2008 lo hizo en 1,4 puntos porcentuales en similar período.

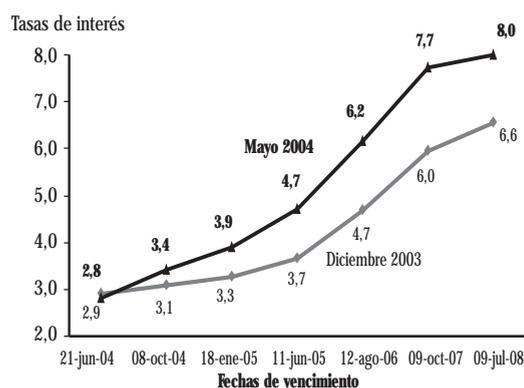
CUADRO 18

**EVOLUCIÓN DE TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS SOBERANOS
EN EL MERCADO SECUNDARIO**

(En porcentajes)

	Ene. 2005	Jun. 2005	Ago. 2006	Oct. 2007	Jul. 2008
2003					
Enero	-	-	-	-	-
Febrero	7,50	-	-	-	-
Marzo	6,80	-	-	-	-
Abril	5,90	-	-	-	-
Mayo	6,00	-	-	-	-
Junio	4,70	4,95	-	-	-
Julio	4,13	4,35	-	-	9,00
Agosto	3,67	3,95	4,62	-	7,70
Setiembre	3,65	3,95	4,27	-	6,77
Octubre	3,65	4,01	4,71	5,98	6,80
Noviembre	3,30	3,65	4,81	6,10	6,61
Diciembre	3,27	3,66	4,67	5,96	6,55
2004					
Enero	3,45	3,75	4,75	5,79	6,45
Febrero	3,29	3,56	4,67	5,55	6,35
Marzo	3,28	3,54	4,61	5,50	6,26
Abril	3,40	3,95	5,07	5,75	6,55
Mayo	3,90	4,70	6,15	7,73	8,00

Fuente: BCRP

**Gráfico 24
MERCADO SECUNDARIO DE BONOS SOBERANOS
DEL TESORO PÚBLICO**


Esta evolución de las tasas de interés en soles a largo plazo obedeció al incremento de la tasa de interés del bono del Tesoro norteamericano y de los índices de riesgo de la región. Debido a la sobrereacción del mercado financiero local ante estos eventos, el gobierno canceló las subastas de bonos programadas para mayo para evitar avalar fluctuaciones bruscas en la tasa de interés.

47. Se registró una colocación neta positiva de instrumentos de renta fija del sector privado, tanto en soles como en dólares en el período enero-mayo de 2004. En soles la colocación neta fue S/. 33 millones, levemente mayor a la registrada en los primeros 5 meses de 2003 (S/. 25 millones). La colocación neta en dólares fue US\$ 144 millones, mayor a la de los primeros 5 meses de 2003 (US\$ 111 millones). La mayor preferencia por títulos en dólares se registró durante el primer trimestre en un contexto de presiones apreciatorias del tipo de cambio. En abril esta situación se revirtió transitoriamente al percibir el mercado la posibilidad de futuras alzas de las tasas de interés internacionales. En mayo con el alza de tasas de interés en soles a largo plazo, las emisiones en soles volvieron a caer.

CUADRO 19

COLOCACIÓN NETA DE INSTRUMENTOS DE RENTA FIJA 1/

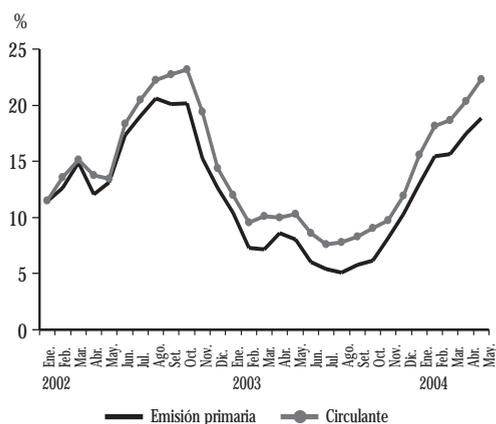
	Enero-Mayo 2003			Enero-Mayo 2004		
	MN	ME	Total	MN	ME	Total
Sector Privado	25	111	402	33	144	533
Colocado	560	387	1 904	664	263	1 577
Amortizado	535	275	1 502	631	119	1 045
Tesoro Público	395	-	395	319	-	319
Colocado	675	-	675	809	-	809
Amortizado	280	-	280	490	-	490
CDBCRP	1 340	-	1 340	1 251	-	1 251
Colocado	2 798	-	2 798	4 185	-	4 185
Amortizado	1 458	-	1 458	2 934	-	2 934
TOTAL	1 760	111	2 137	1 603	144	2 103
Colocado	4 033	387	5 377	5 658	263	6 571
Amortizado	2 273	275	3 240	4 055	119	4 469

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

Entre las empresas no financieras que colocaron bonos en soles figuran Luz del Sur (S/. 139 millones), Gloria (S/. 35 millones), Edegel (S/. 30 millones), Edelnor (S/. 50 millones) y Telefónica del Perú (S/. 30 millones). Las tasas de interés de las emisiones triple-A subieron. Por ejemplo, la tasa de una emisión a 2 años fue 4,55 por ciento en abril, contra 4,05 por ciento en diciembre; mientras que la tasa corporativa a 3 años fue 5,56 por ciento en abril, frente a 4,77 por ciento en diciembre.

Agregados monetarios

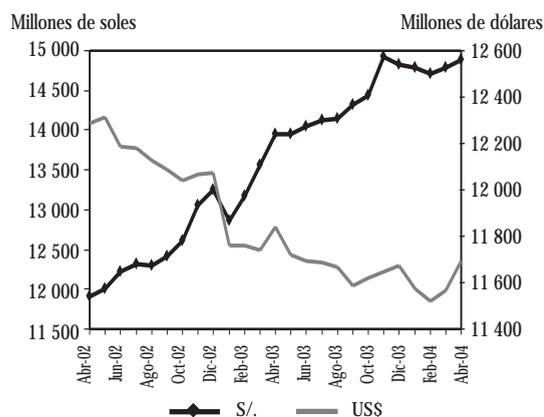
Gráfico 25
CRECIMIENTO DEL CIRCULANTE Y DE LA EMISIÓN PRIMARIA: ENERO 2002 - MAYO 2004
 (Tasa de variación respecto al mismo mes del año anterior)



48. Entre enero y mayo de este año, las tasas de crecimiento anual de la emisión primaria y el circulante han continuado la tendencia creciente registrada desde mediados del año anterior, asociada con la reducción de tasas de referencia en el segundo semestre de 2003. Así, la tasa de variación anual últimos 12 meses del circulante pasó de 12 por ciento en diciembre de 2003 a 22 por ciento en mayo de 2004. El saldo promedio de emisión primaria, por su parte, registró una tasa de crecimiento anual de 10 por ciento en diciembre, para luego aumentar hasta 19 por ciento en mayo de este año.

49. Entre enero y abril de 2004, el crédito del sistema financiero al sector privado se expandió tanto en soles (0,7 por ciento) como en dólares (0,4 por ciento) tendencia general que se inició en el 2001. En ambos casos, se observó una disminución en los meses de enero y febrero, y una recuperación mayor del crédito en marzo y abril con un saldo positivo en el cuatrimestre. En lo que va del año, la tasa anual de crecimiento del crédito en soles se ha desacelerado de 11,9 por ciento en diciembre de 2003 a 7 por ciento en abril de 2004. Por su parte, la tasa anual de crecimiento del crédito en dólares continúa siendo negativa (-1,1 por ciento).

Gráfico 26
CRÉDITOS AL SECTOR PRIVADO DEL SISTEMA FINANCIERO



Por tipo de institución financiera, se observó una desaceleración de la tasa de crecimiento anual del crédito al sector privado de las instituciones de microfinanzas e inversionistas institucionales, aunque mantienen tasas elevadas.

50. La expansión del crédito en soles en los primeros 4 meses del año correspondió al Banco de la Nación (S/. 180 millones), por el mayor crédito otorgado a los trabajadores del sector público, y a los inversionistas institucionales (S/. 19 millones), lo que fue contrarrestado parcialmente por un menor crédito de las empresas bancarias (S/. 120 millones) e instituciones de microfinanzas (S/. 9 millones). Con estos resultados, la tasa de crecimiento anual del crédito al sector privado de las instituciones de microfinanzas que venía creciendo al 25,3 por ciento en diciembre de 2003 pasó a 17,1 por ciento en abril de 2004. Similar evolución se observó en el crédito al sector privado de los inversionistas institucionales que pasó de 31,9 a 27,9 por ciento en este período.

CUADRO 20

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

	Saldos en millones nuevos soles			Tasas de crecimiento	
	Abr. 03	Mar. 04	Abr. 04	Abr. 04/ Abr. 03	Abr. 04/ Mar. 04
Empresas bancarias 1/	8 257	8 130	8 101	-1,9	-0,3
Banco de la Nación	457	631	691	51,3	-9,5
Instituciones de microfinanzas	3 122	3 625	3 657	17,1	0,9
Bancos (créditos de microfinanzas)	634	940	941	48,4	0,2
Cajas municipales	926	1 121	1 157	24,9	3,2
Cajas rurales	146	189	188	28,9	-0,4
Cooperativas	410	466	466	13,7	-
Edpymes	143	171	170	19,0	-0,5
Empresas financieras	863	738	734	-14,9	-0,6
Inversionistas institucionales 2/	1 720	2 142	2 199	27,9	2,7
AFPS	1 150	1 417	1 431	24,4	1,0
Empresas de seguros	506	575	580	14,8	0,9
Fondos mutuos	64	149	187	194,5	25,5
Empresas de leasing y otros	392	257	277	-29,3	7,8
Total Sistema Financiero	13 948	14 785	14 926	7,0	1,0

1/ Excluye los créditos de microfinanzas.

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

Fuente: BCRP

51. El incremento del crédito en dólares se explica por el mayor financiamiento de los inversionistas institucionales (US\$ 117 millones) mediante la adquisición de bonos en el mercado de capitales, y en el sentido contrario principalmente por la disminución del crédito de las empresas bancarias (US\$ 60 millones).

CUADRO 21

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

	Saldos en millones de dólares			Tasas de crecimiento	
	Abr.03. 02	Mar. 04	Dic. 04	Abr. 04/ Abr. 03	Abr. 04/ Mar. 04
Empresas bancarias 1/	9 711	9 248	9 349	-3,7	1,1
Banco de la Nación	36	22	22	-38,3	-0,5
Instituciones de microfinanzas	429	508	515	20,1	1,4
Bancos (créditos de microfinanzas)	82	87	91	10,8	4,6
Cajas municipales	126	190	197	56,3	3,6
Cajas rurales	42	48	46	7,7	-5,8
Cooperativas	104	112	112	7,3	-,-
Edpymes	34	40	39	15,5	-1,8
Empresas financieras	40	30	30	-25,1	-1,5
Inversionistas institucionales 2/	937	1 164	1 208	28,9	3,8
AFPS	468	536	586	25,3	9,3
Empresas de seguros	40	63	61	54,2	-2,9
Fondos mutuos	430	565	561	30,4	-0,7
Empresas de leasing y otros	730	622	623	-14,8	0,1
Total Sistema Financiero	11 843	11 563	11 716	-1,1	1,3

1/ Excluye los créditos de microfinanzas.

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

Fuente: BCRP

II. PROYECCIONES

II.1 Inflación

52. Las proyecciones de inflación se realizan bajo la hipótesis que la posición de política monetaria se mantiene durante el horizonte de proyección. Este supuesto metodológico permite evaluar lo que podría ocurrir con la inflación si la posición de política monetaria se mantiene pasiva en el escenario macroeconómico previsto hasta el 2005.
53. El escenario macroeconómico proyectado considera condiciones externas favorables para la economía peruana durante el 2004 asociadas a la mejora de la cotización de nuestros principales productos de exportación tradicional y a los bajos niveles históricos de las tasas de interés internacionales. Sin embargo, las tasas de interés externas empezarían a elevarse en el segundo semestre de 2004 y continuarían en el año 2005 puesto que el crecimiento de los indicadores de actividad y empleo de Estados Unidos muestran las posibilidades de una cierta tensión sobre precios y la eliminación de todo riesgo de deflación. Bajo esta coyuntura, la probabilidad de una decisión sobre las tasas de interés de la Reserva de Federal ha aumentado. Esta hipótesis se considera en la elaboración del escenario central. Este año se espera un aumento de la tasa de interés internacional de 1,0 a 2,0 por ciento. Para el cierre del próximo año esta tasa de interés continuaría elevándose hasta alcanzar 3,5 por ciento.

El escenario central asume también que la inflación no subyacente para el 2004 se ubicaría en 3,8 por ciento. Esta proyección considera los choques de oferta que afectaron la evolución de precios de alimentos durante el primer trimestre de 2004. Con respecto al Reporte de Inflación precedente, esta proyección tiene en cuenta un aumento de los precios de combustibles en respuesta al sostenido incremento en la cotización internacional de petróleo. Se prevé que los choques de oferta considerados para el 2004 tengan un efecto temporal que se debiera revertir para el 2005. Si así fuera, se proyecta una inflación no subyacente de 0,3 por ciento para el próximo año.

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

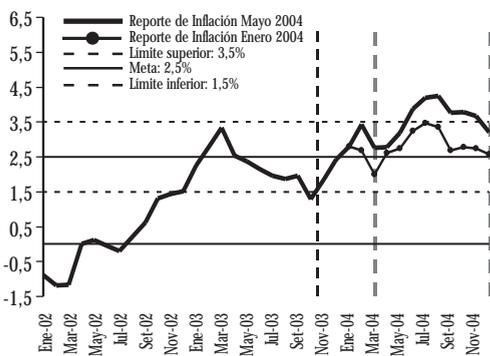
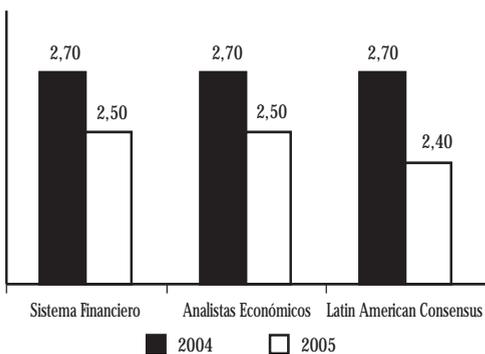


Gráfico 28
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
(Tasa porcentual anual)



54. Para el 2004, la proyección de inflación es 3,2 por ciento para el valor central, mayor a la del Reporte de Inflación de enero (2,5 por ciento). Para el año 2005, el escenario central de proyección de inflación se ubica en 1,9 por ciento (dentro del rango meta) aunque dado el horizonte de tiempo existe un mayor margen de error en esta proyección. Esta evolución está determinada básicamente por choques de oferta tanto en el componente subyacente como no subyacente que tendrían un efecto al alza en el 2004, mientras que tendrían un efecto contrario en el componente no subyacente en el 2005.

55. En general, se observa que las proyecciones de inflación para el 2004 y 2005 se ubican dentro del rango meta (1,5 - 3,5 por ciento). La trayectoria de inflación últimos 12 meses proyectada se ubicaría por encima de 3,5 por ciento entre junio y noviembre de 2004 debido a los choques de oferta mencionados. Hay también un efecto estadístico que surge de la comparación con meses en los cuales la inflación fue negativa (entre abril y julio de 2003 la inflación promedio fue -0,2 por ciento). Esta aceleración de la tasa de inflación de los últimos 12 meses tendría una duración temporal conforme los efectos de los choques de oferta se disipen durante el resto del presente año y el 2005. Así, la inflación últimos 12 meses revertiría su tendencia a partir de setiembre, observándose que en el año estaría dentro del rango de tolerancia de la meta. De manera similar, se observa que la tasa inflación últimos 12 meses se desaceleraría durante el año 2005.

56. Según las Encuestas que realiza el Banco Central entre entidades financieras y analistas económicos, así como las proyecciones del *Consensus Forecast*, las expectativas de inflación del mercado se ubican en 2,7 por ciento para el 2004 y entre 2,4 y 2,5 por ciento para el año 2005.

57. El escenario macroeconómico proyectado para el año 2004 considera los siguientes factores:

- Un contexto externo favorable en el que se espera un incremento de nuestros términos de intercambio de 9,1 por ciento, asociado al crecimiento de la economía mundial que estaría acompañado por un aumento moderado de las tasas de interés externas.
- Un crecimiento del PBI de 4,0 por ciento y de la demanda interna de 3,4 por ciento. Destaca el aumento de las exportaciones de bienes y servicios (7,9 por ciento) y de la inversión privada fija (7,2 por ciento).
- Un déficit del sector público de 1,4 por ciento del PBI en el año 2004, posición fiscal que refleja el escenario presentado en el Marco Macroeconómico Multianual.

CUADRO 22

PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN: MAYO 2004 vs ENERO 2004

	2002	2003	2004 ^{1/}		2005 ^{1/}
			Reporte Enero 2004	Reporte Mayo 2004	Reporte Mayo 2004
Var. % Real					
1. Producto Bruto Interno	4,9	4,1	4,0	4,0	4,5
2. Demanda interna	4,1	3,6	3,7	3,4	4,4
a. Consumo Privado	4,5	3,2	3,5	3,5	4,2
b. Consumo Público	1,6	4,5	3,4	4,4	1,1
c. Inversión Privada Fija	0,1	5,3	6,1	7,2	6,0
d. Inversión Pública	-4,8	5,0	6,4	8,1	4,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	6,8	5,8	6,1	7,9	6,0
4. Importaciones de bienes y servicios	2,4	3,2	4,5	4,4	5,7
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	1,6	2,5	4,0	4,1	3,6
Var. %					
7. Inflación Acumulada	1,5	2,5	2,5	3,2 ^{2/}	1,9 ^{2/}
8. Depreciación Nominal Acumulada	2,3	-1,2	1,2	1,1	1,1
9. Depreciación Real Acumulada (multilateral)	-0,6	7,5	2,0	0,6	0,7
10. Términos de Intercambio	2,8	1,4	7,2	9,1	-3,0
% del PBI					
11. Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos	-2,0	-1,7	-1,0	-0,4	-0,7
12. Balanza comercial	0,5	1,2	2,7	3,5	3,1
13. Financiamiento externo bruto del sector privado ^{3/}	5,0	3,2	3,2	2,8	2,9
14. Resultado Primario del Sector Público no Financiero	-0,1	0,4	0,6	0,7	1,3
15. Resultado Económico del Sector Público no Financiero	-2,3	-1,8	-1,5	-1,4	-1,0
16. Ingresos Tributarios del Gobierno Central ^{4/}	11,9	12,9	13,4	13,3	13,4
17. Saldo de Deuda Pública Externa	36,7	37,3	34,8	35,2	34,6
Var. % Nominal					
18. Gastos No Financieros del Gobierno Central	14,7	14,8	5,8	6,7	4,2
19. Emisión Primaria promedio	15,8	7,4	8,0	14,5	8,5
20. Crédito al Sector Privado del Sistema Bancario	0,1	-4,5	4,7	3,3	4,2

1/ Proyección

2/ Valor central de proyección en un escenario de posición de política monetaria pasiva en el horizonte de proyección

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

4/ Excluye Impuesto a las Acciones del Estado

Fuente: MEF, INEI, SUNAT, SBS, y estimados BCRP

58. Para el 2005, se vislumbra un escenario macroeconómico cuyos principales elementos son:

- Favorables condiciones externas atenuadas respecto al 2004, aunque siempre mejores que los años previos, con un crecimiento proyectado de nuestros socios comerciales de 3,6 por ciento frente a 4,2 por ciento previsto para el 2004. Se mantendría el superávit comercial sobre los US\$ 2 mil millones.
- Una tasa de crecimiento de la producción de 4,5 por ciento acompañada por una expansión de la demanda interna de 4,4 por ciento. Al igual que el 2004, el crecimiento estaría liderado por la expansión de las exportaciones y de la inversión privada fija (6 por ciento, en ambos casos).

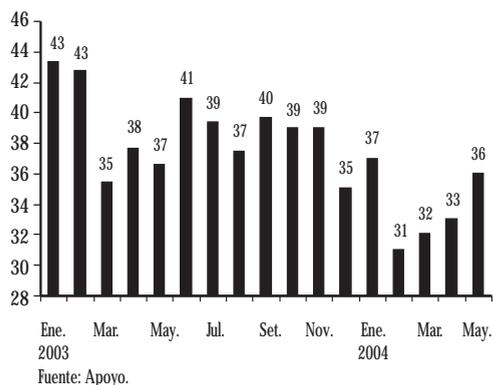
- Una reducción del déficit fiscal a 1 por ciento del PBI, consolidando la sostenibilidad de las finanzas públicas.

II.2 Actividad económica

59. Para el año 2004 se mantiene la proyección de crecimiento del PBI en 4,0 por ciento, con un sesgo al alza. La estimación de 4,0 por ciento se sustenta en un incremento de 7,9 por ciento en las exportaciones, en un contexto de términos de intercambio favorables y de crecimiento de la economía mundial, y de 3,4 por ciento en la demanda interna, particularmente de la inversión y el consumo privado.

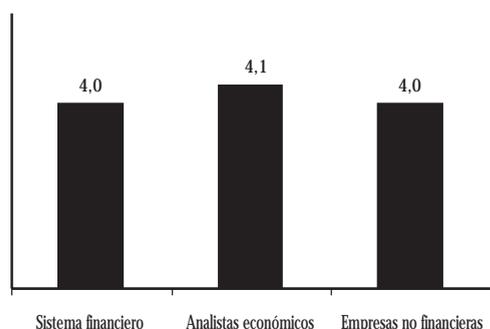
60. Se espera que continúe el dinamismo mostrado por la inversión durante el primer trimestre en tanto se mantendrían las condiciones y los factores que explicaron dicho crecimiento: continuación de proyectos mineros y ampliaciones de planta y compras de maquinaria y equipo para el sector industrial.

Gráfico 29
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR
INDICCA



61. Asimismo, el consumo privado crecería alcanzando una tasa de 3,5 por ciento durante el 2004. Este crecimiento del consumo privado se sustentaría en la recuperación de la confianza de los consumidores de Lima Metropolitana que según la empresa Apoyo muestra aumentos por tercer mes consecutivo. Estos datos reflejan una mejoría de la percepción de los consumidores sobre su situación económica familiar en los próximos 12 meses, teniendo en cuenta variables como las decisiones para la compra de bienes duraderos en el hogar, evolución de los precios, ingresos familiares, expectativas sobre el desenvolvimiento de la situación económica del país y perspectivas para encontrar un trabajo.

Gráfico 30
EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL PBI PARA EL 2004
(Variación porcentual real)



De acuerdo a la encuesta de expectativas realizada por el BCRP, el crecimiento esperado para el PBI en el 2004 es de 4,0 por ciento para las entidades financieras y para las no financieras, y de 4,1 por ciento para los analistas económicos.

62. Para el 2005 se proyecta una tasa de crecimiento del PBI de 4,5 por ciento, mayor a la del año 2004, al esperarse un mayor dinamismo en la demanda interna, en particular del consumo privado, a la vez que continuaría el crecimiento de la inversión privada.

63. A nivel sectorial, el **sector agropecuario** crecería 1,8 por ciento por mayor producción de café y algodón (mejores cotizaciones internacionales), de los productos de agro-exportación (espárragos, uva y mandarina) y de la industria avícola, que

CUADRO 23

DEMANDA Y OFERTA GLOBAL

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

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

1/ Incluye variación de inventarios.

* Proyección.

Fuente: INEI y estimados BCRP.

compensarían la disminución de papa, arroz, maíz amarillo duro y caña de azúcar, afectados por una escasez de lluvias. La **pesc**a crecería 8,8 por ciento por la recuperación de la captura de anchoveta de 5,2 a 6,7 millones de toneladas por mejores condiciones oceanográficas. El sector **minería e hidrocarburos** crecería 7,9 por ciento, destacando el cobre (mayor ley en Antamina, reinicio de operaciones de Tintaya y expansión de Southern Perú), el oro (dinamismo de la mediana minería y la nueva unidad Cerro Negro de Yanacocha), así como el inicio de producción de gas de Camisea en el tercer trimestre.

64. En la manufactura no primaria se espera un crecimiento de 4,2 por ciento en el 2004, asociado a las mayores exportaciones no tradicionales que crecerían cerca de 16 por ciento. Destacan en esta evolución los productos químicos, caucho y plásticos por el inicio de operaciones de Camisea, que tendría un efecto multiplicador sobre la mayoría de actividades que componen este rubro, por la mayor demanda interna de productos lácteos y mayores exportaciones de chocolates y artículos de confitería, y minerales no metálicos y por el mayor dinamismo del sector construcción. Este sector crecería 5,6 por ciento por la expansión de la construcción de viviendas en el marco de programas habitacionales (Mivivienda y Techo Propio), obras viales, locales deportivos, proyectos mineros como Alto Chicama y Cerro Negro y la infraestructura de distribución del gas de Camisea en Lima.

CUADRO 24

PRODUCTO BRUTO INTERNO

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

	2003	2004*	2005*
Agropecuario	2,2	1,8	2,6
Pesca	-13,4	8,8	5,9
Minería e hidrocarburos	6,7	7,9	4,8
Minería metálica	7,8	7,2	3,0
Hidrocarburos	-4,5	16,6	28,0
Manufactura	2,2	4,6	4,3
Procesadores de recursos primarios	-2,8	6,3	4,8
Manufactura no primaria	3,6	4,2	4,2
Construcción	4,8	5,6	6,5
Comercio	3,6	3,4	5,7
Servicios	4,5	3,7	4,2
Electricidad y agua	4,2	4,4	4,4
Otros servicios	4,5	3,6	4,2
VALOR AGREGADO BRUTO	3,8	4,0	4,5
Impuestos a los productos y derechos de importación	6,3	4,1	4,5
PBI GLOBAL	4,1	4,0	4,5
VAB Primario	2,5	4,8	3,8
VAB No Primario	4,2	3,8	4,6

* Proyección

Fuente: INEI y estimados BCRP

65. La mayor tasa de crecimiento del PBI en el **2005** con respecto a la que se observaría en el 2004 se sustentaría por el lado sectorial en una recuperación del sector agropecuario y una mayor actividad de los sectores no primarios, ligados a la demanda interna. En el sector agropecuario se espera una recuperación de los cultivos afectados por la escasez de recursos hídricos en el 2004 (papa, arroz, caña de azúcar y maíz amarillo duro), así como la continuación del dinamismo de los productos de agroexportación. En el sector minería e hidrocarburos se observaría una mayor producción de gas natural debido a que Camisea operaría durante todo el año, y de oro, por el proyecto Alto Chicama en el departamento de La Libertad, La Zanja (Buenaventura) en el departamento de Cajamarca, y Cerro Negro (Yanacocha) durante todo el año.

66. En el 2005, la manufactura no primaria crecería 4,2 por ciento, observándose un mayor dinamismo de las actividades ligadas a la demanda interna, así como mayores exportaciones textiles y de productos químicos. La expansión de la construcción estaría asociada a la mayor inversión privada y pública prevista para dicho año, en particular proyectos mineros y la ejecución de

obras viales. En dicho contexto, se observaría además un crecimiento de la construcción de viviendas para uso propio en un contexto de aumento del empleo.

CUADRO 25

INGRESO NACIONAL DISPONIBLE

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

	2003	2004*	2005*
I. Producto bruto interno (PBI)	4,1	4,0	4,5
II. Producto nacional bruto (PNB) 1/	3,2	3,3	4,5
III. Ingreso nacional bruto (IN) 2/	3,7	4,9	4,5
IV. Ingreso nacional disponible (IND) 3/	3,9	4,7	4,5

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

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

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

* Proyección

Fuente: BCRP

II.3 Sector externo

Crecimiento Mundial

67. En lo que va del año se han consolidado las perspectivas de mayor crecimiento de las principales economías desarrolladas, en particular de Estados Unidos, lo cual ha acelerado las expectativas de que la Reserva Federal eleve sus tasas de interés en los próximos meses. En Estados Unidos, los indicadores difundidos muestran una evolución favorable en el nivel de actividad (con un crecimiento anualizado de 4,4 por ciento para el primer trimestre), un fortalecimiento de los indicadores del mercado laboral y ciertas presiones sobre los precios.

En Europa, por su parte, la economía creció 1,3 por ciento en el primer trimestre, la mayor tasa en los últimos tres años. Para el mismo período, el crecimiento de Japón fue de 5,6 por ciento, lo que constituye el octavo trimestre de crecimiento.

Las autoridades de la República Popular China han anunciado que adoptarán medidas para moderar el crecimiento (que en el primer trimestre de este año alcanzó 9,7 por ciento), a fin de evitar presiones inflacionarias. Sin embargo, se espera que esta reducción sea moderada y que la economía china crezca a tasas de aproximadamente 8 por ciento.

Así, para el año **2004** el crecimiento de nuestros principales socios comerciales alcanzaría el 4,2 por ciento, ligeramente por encima de la tasa proyectada en enero.

68. Para el **2005**, se estima que el crecimiento sería más moderado, particularmente en EEUU y Asia, asociados a un aumento gradual de las tasas de interés internacionales, lo que iría además acompañado de una mayor fortaleza del dólar. En el caso de nuestros principales socios comerciales se prevé un crecimiento de 3,6 por ciento.

CUADRO 26

CRECIMIENTO DE NUESTROS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES
(En porcentajes)

	2003	Proyecciones		
		Enero 2004		Mayo 2004
		2004	2004	2005
Promedio Socios Comerciales	2,5	4,0	4,2	3,6
Norteamérica	2,9	4,4	4,4	3,8
Estados Unidos	3,1	4,6	4,6	3,8
Europa	1,3	2,3	2,3	2,3
Alemania	-0,1	1,8	1,6	1,7
Francia	0,5	1,7	1,8	2,1
Asia	4,9	4,9	5,5	4,6
China	9,1	8,3	8,6	7,7
Japón	2,7	2,1	3,1	1,8
Corea del Sur	3,1	5,2	5,6	5,2
América Latina	1,4	4,3	4,9	4,0
Argentina	8,7	5,3	7,7	4,1
Chile	3,3	4,6	4,8	4,9

Fuente: *Consensus Forecast* (Mayo 2004)

Términos de intercambio

69. La mejora de 9,1 por ciento en los términos de intercambio de 2004 (superior al 7,2 por ciento proyectado en enero) considera el efecto favorable de las mejores perspectivas para el crecimiento de la economía mundial y asume que no habrá una sobre-reacción en el mercado por el menor crecimiento proyectado para China. Para el 2005 se asume una corrección gradual de los precios en un contexto de crecimiento más moderado de la economía mundial.

70. Para el año **2004** la proyección asume que la consolidación de mejores perspectivas en el crecimiento de la economía mundial, no se vería significativamente afectada por las recientes medidas

aplicadas por China, asociadas a restricciones crediticias en sectores con síntomas de “sobrecalentamiento” como construcción, acero, aluminio y cemento. Así, las proyecciones de precios para el 2004 toman en cuenta el contexto más favorable de la economía mundial y la corrección a la baja que han registrado la mayoría de *commodities* en el último mes, como una reacción a las medidas de ajuste que vienen efectuando las autoridades chinas para evitar un sobrecalentamiento de su economía, así como al adelanto en las perspectivas de alza en las tasas de interés que han favorecido una menor debilidad del dólar.

En este sentido, se proyecta para el 2004 una mejora de los términos de intercambio de 9,1 por ciento, mayor a la proyección de enero (7,2 por ciento), por los mayores precios de exportación en 16 por ciento (9,2 por ciento en enero), superior al aumento de los precios de importación que crecerían en 6,3 por ciento (1,9 por ciento en enero).

CUADRO 27

TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

(Variación anual)

	2003	Proyecciones		
		Enero 2004	Mayo 2004	
		2004	2004	2005
Términos de intercambio	1,4	7,2	9,1	-3,0
Índice de precios de exportación	7,1	9,2	16,0	-3,5
Índice de precios de importación	5,6	1,9	6,3	-0,5

Fuente: BCRP.

Así, se proyecta que luego de la recuperación registrada a partir del segundo semestre de 2003 y que alcanzó su pico en el primer trimestre del presente año, el cobre y el oro registren una leve tendencia a la baja en su cotización, alcanzando niveles de US\$ 1,20 por libra y US\$ 402,2 por onza como promedio del año. En el caso del petróleo, dado el contexto de una alta demanda mundial del crudo, la incertidumbre acerca del abastecimiento del crudo en Irak y la caída de inventarios de gasolina en EEUU, los precios alcanzarían un nivel de US\$ 34 por barril hacia fines de año. De esta manera el precio promedio del WTI se proyecta que pase de US\$ 31 por barril el 2003 a US\$ 35 por barril el 2004. El precio se ha mantenido por encima de las previsiones de enero, ante los atentados terroristas en Medio Oriente, la volatilidad en los inventarios de gasolina de

Gráfico 31
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

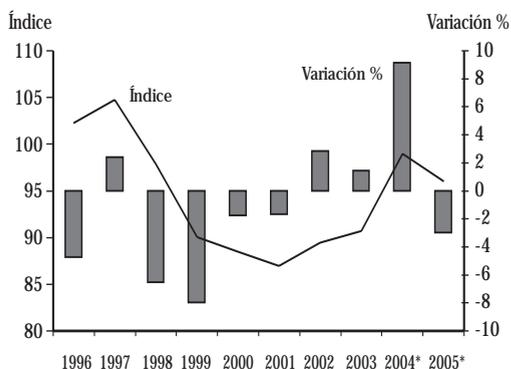


Gráfico 32
PRECIO DEL COBRE: EJECUTADO Y FUTUROS

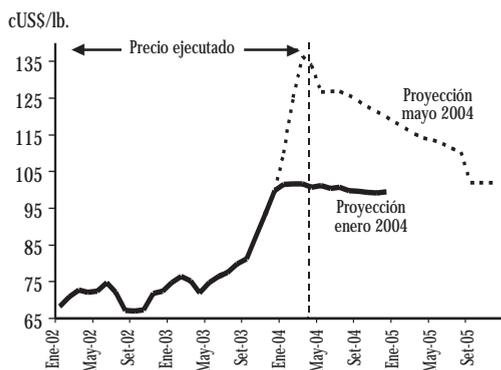
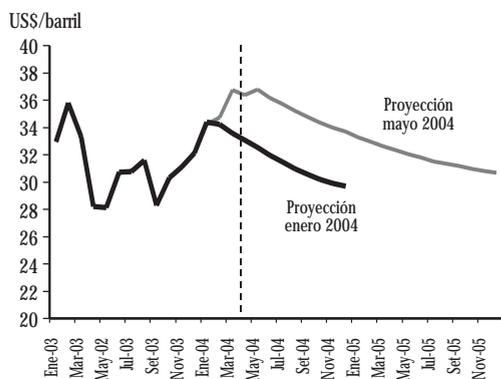


Gráfico 33
PRECIO DEL PETRÓLEO WTI: EJECUTADO Y FUTUROS



EUA y la política de recorte de las cuotas de producción de la OPEP.

71. Los incrementos de precios proyectados para los metales y el petróleo durante el 2004 se estiman que se corregirán gradualmente en el 2005 en un contexto de crecimiento más moderado de la economía mundial. Los precios promedio de las exportaciones se reducirían en 3,5 por ciento, mientras que los precios promedio de las importaciones lo harían en 0,5 por ciento, proyectándose una disminución de los términos de intercambio de 3,0 por ciento.

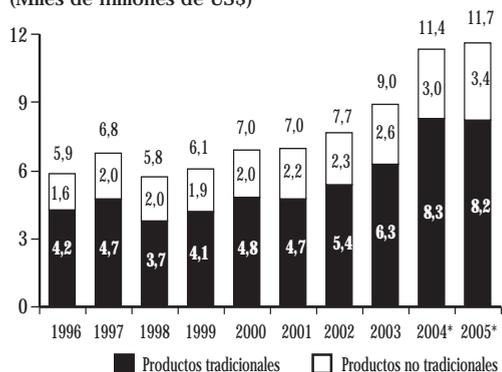
Balanza comercial

72. Tomando en cuenta la favorable coyuntura internacional, en términos de crecimiento mundial y de mejora de los términos de intercambio, se estima que la balanza comercial registraría en el año 2004, por tercer año consecutivo, un superávit, estimado en US\$ 2 318 millones. Estos aumentos se explican en el caso de las exportaciones principalmente por los mayores precios proyectados para los metales básicos y el mayor volumen de exportación de cobre programado por Antamina. Para el 2005 el superávit comercial proyectado es de US\$ 2 143 millones considerando un crecimiento de las exportaciones de 3 por ciento ante la corrección gradual de los precios internacionales en un contexto de menor crecimiento mundial.

73. Para el 2004 se estima que las **exportaciones** aumenten a una tasa de 26 por ciento, superior a las estimaciones de enero (17 por ciento). En promedio los precios aumentarían en 16 por ciento (9 por ciento en el Reporte de enero) y los volúmenes en 9 por ciento (7 por ciento en el Reporte de enero). Las exportaciones tradicionales lo harían en 32 por ciento y las no tradicionales en 16 por ciento. Las mejores cotizaciones de los minerales, los mayores volúmenes exportados de cobre, y la consolidación de las exportaciones textiles en el marco de la ATPDEA respaldan el mayor dinamismo de las ventas al exterior.

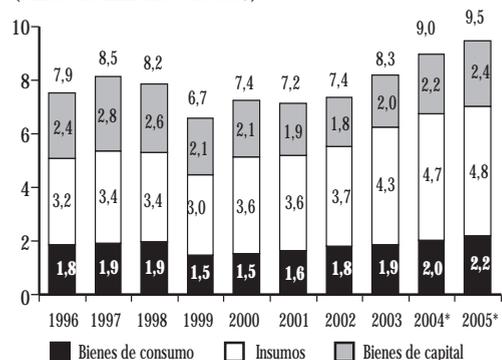
Los mayores aumentos respecto al 2003 se observarían en el cobre (US\$ 961 millones) por los mejores precios, el reinicio de las operaciones de la planta de sulfuros de Tintaya y el mayor minado con contenido de cobre programado para este año por parte de Antamina (que en el 2003 favoreció la exportación de zinc); oro, zinc y estaño por las mejores cotizaciones internacionales (US\$ 242 millones, US\$ 77 millones y US\$ 126 millones, respectivamente) y harina de pescado por la recuperación de la biomasa marina (US\$ 131 millones).

Gráfico 34
EXPORTACIONES DE BIENES
(Miles de millones de US\$)



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

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



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

Las **importaciones** de 2004 crecerían en 10 por ciento (6 por ciento en el Reporte de enero), consistente con el aumento de 4 por ciento en el PBI, los mayores precios internacionales del petróleo respecto a lo proyectado en enero y la recuperación de la inversión privada. Así, las importaciones alcanzarían un nivel de US\$ 9 038 millones, lideradas por las importaciones de bienes de capital e insumos para la industria (9 y 12 por ciento, respectivamente), en tanto que las importaciones de combustibles aumentarían a una tasa de 3 por ciento, mayor a la caída de 18 por ciento proyectada en enero. Para el 2004 los volúmenes de importación de combustibles consideran la puesta en marcha del proyecto Camisea en el segundo semestre del año.

CUADRO 28

BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

	2003	2004 *	2005 *	Var. %	
				2004 *	2005 *
1. EXPORTACIONES	8 986	11 356	11 676	26,4	2,8
Productos tradicionales	6 267	8 266	8 210	31,9	-0,7
Productos no tradicionales	2 602	3 009	3 379	15,6	12,3
Otros	117	81	88	-30,6	8,0
2. IMPORTACIONES	8 255	9 038	9 533	9,5	5,5
Bienes de consumo	1 851	1 999	2 170	8,0	8,6
Insumos	4 344	4 734	4 813	9,0	1,7
Bienes de capital	1 984	2 226	2 437	12,2	9,5
Otros bienes	75	80	113	6,6	40,5
3. BALANZA COMERCIAL	731	2 318	2 143		

* Proyección

Fuente: BCRP y SUNAT

74. Para el año **2005**, las exportaciones moderarán su crecimiento por efecto de una corrección en los precios de exportación, alcanzando un nivel de US\$ 11 676 millones. Por su parte, las importaciones crecerían a un ritmo de 6 por ciento (US\$ 9 533 millones), por el impacto del proyecto Camisea en todo el año 2005 y los menores precios del petróleo. Con ello, el saldo de la balanza comercial seguiría siendo positivo por cuarto año consecutivo alcanzando un nivel de US\$ 2 143 millones, ligeramente menor al estimado para el 2004.

Cuenta corriente de la balanza de pagos y flujo de capitales

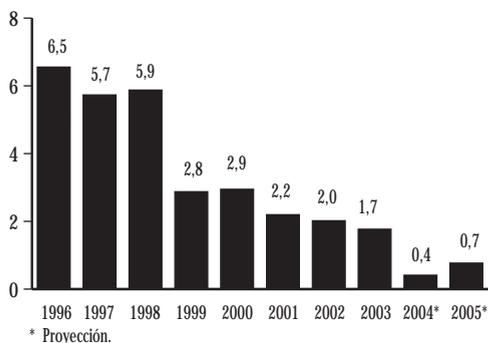
75. Para el año 2004 se proyecta un déficit en cuenta corriente de 0,4 por ciento del PBI sustentado en el superávit comercial, compensado en parte por las mayores utilidades generadas por las empresas con participación extranjera en un contexto de mejores términos de intercambio. Considerando la corrección de los precios de los *commodities* que habría en el 2005, se proyecta que el déficit en cuenta corriente alcanzaría a 0,7 por ciento.

76. En el año 2004 el déficit estimado en la cuenta corriente de la balanza de pagos es de US\$ 267 millones, menor en US\$ 849 millones al 2003, básicamente por la mejora proyectada para los términos de intercambio. Así el superávit comercial sería en parte compensado por las mayores utilidades generadas por las empresas con participación extranjera.

Se estima un financiamiento bruto del sector privado por US\$ 1 829 millones, el que se compensaría por un considerable flujo de inversiones en el exterior de las instituciones financieras. Entre los principales proyectos considerados en la proyección se encuentran Alto Chicama y Camisea.

Por su parte, los capitales públicos mostrarían un nivel de US\$ 557 millones, menor al del año previo en US\$ 192 millones, principalmente por un menor nivel de colocación de bonos en el exterior. Para el año se proyecta un ganancia de reservas de US\$ 100 millones.

Gráfico 35
DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS
(Porcentaje del PBI)

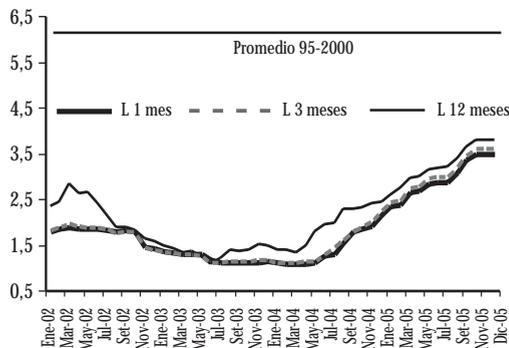


77. Para el año **2005**, se estima un déficit en cuenta corriente de US\$ 521 millones (0,7 por ciento del PBI). Este mayor déficit se explica principalmente por el impacto de mayores tasas de interés internacionales.

La cuenta de capitales mostraría un financiamiento externo al sector público de US\$ 748 millones, mayor en US\$ 191 millones al de 2004 por la mayor colocación de bonos, mientras que el sector privado registraría un nivel de financiamiento bruto del orden de US\$ 2 000 millones, sustentado en proyectos mineros como Alto Chicama y el proyecto de exportación de gas a cargo de Perú LNG. Este financiamiento sería compensado en parte con las inversiones en el exterior efectuadas por el sector financiero. Con ello, la acumulación de reservas internacionales en el año sería de US\$ 100 millones.

Perspectivas de tasas de interés internacionales y del dólar

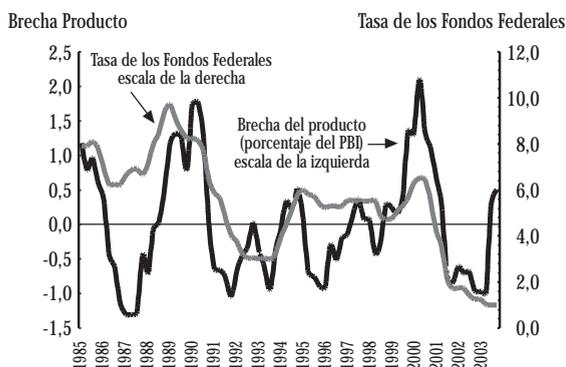
Gráfico 36
CURVA DE TASAS LIBOR
(En porcentajes)



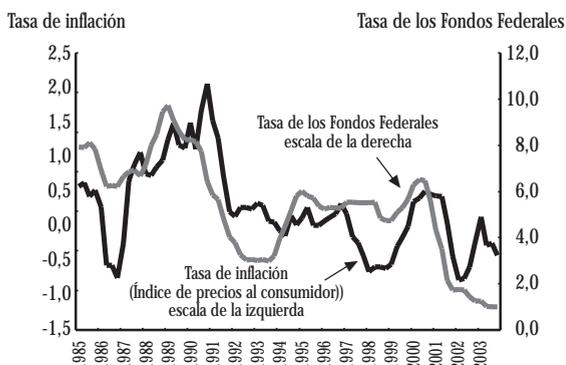
78. Las expectativas de incremento de tasas de la FED se han fortalecido e inclusive, para algunos analistas, podría iniciarse a partir del mes de junio. En lo que va del año, estas expectativas han afectado la evolución de las tasas libor, que para el caso de la tasa a 3 meses, ha pasado de 1,15 por ciento (cierre de diciembre) a 1,18 por ciento al cierre de abril (y a 1,32 por ciento al cierre de mayo). Para fines de 2004 las expectativas de una tasa libor a 3 meses de 2,25 por ciento es consistente con un incremento en la tasa de la FED que se estima en alrededor de 100 pbs.

RECUADRO 3

¿Qué determina la tasa de interés interbancaria de Estados Unidos?



En los gráficos se observa que el manejo de la tasa de interés de corto plazo en los Estados Unidos ha reaccionado subiéndola cuando se presentaban síntomas de sobrecalentamiento de la economía -medido por el incremento de la brecha entre los niveles actual y potencial de la producción nacional- y de alzas en la tasa de inflación.



Taylor (1993) formaliza este comportamiento de la tasa de los fondos federales reduciéndola a una regla de política. Según la regla de Taylor, la tasa de interés de los fondos federales debería ser ajustada en un monto específico en respuesta a cambios en la tasa de inflación y en el producto real. Según su especificación, la política monetaria en los Estados Unidos se flexibilizaría, reduciendo la tasa de interés en respuesta a una menor inflación respecto al nivel deseado o si se observa una declinación del producto por debajo de su nivel potencial. Por el contrario, la FED contraería las condiciones monetarias elevando la tasa de interés si la inflación es mayor al nivel deseado o si el producto aumenta por encima de su nivel potencial. Aunque la FED no sigue explícitamente una regla como ésta, el análisis trata de explicar cómo ha operado la política monetaria de la FED durante los últimos 10 años. La siguiente ecuación resume este comportamiento:

$$i = (r^* + \pi^*) + gy + h (\pi - \pi^*)$$

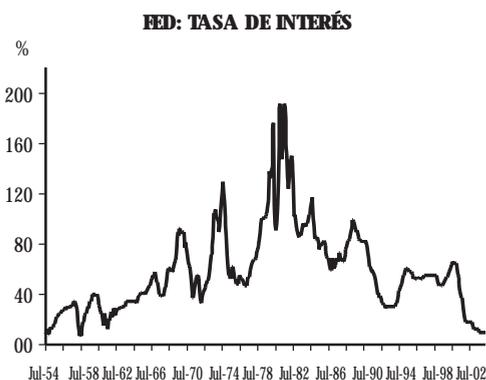
donde:

- i es la tasa de interés de corto plazo (tasa de los fondos federales)
- r^* es la tasa de interés real de equilibrio
- π^* es la tasa de inflación objetivo
- π es la tasa de inflación corriente
- y es la diferencia entre el producto y su nivel potencial (brecha del producto)
- g es el grado de reacción de la tasa de interés a la brecha entre el producto y su nivel potencial
- h es el grado de reacción de la tasa de interés a las desviaciones de la inflación respecto al nivel objetivo
- $r^* + \pi^*$ es la tasa de interés nominal de equilibrio

¿Qué se espera para la tasa de interés de los Fondos Federales?

El contexto de consolidación del crecimiento económico y la presencia de presiones inflacionarias en los Estados Unidos hacen prever un incremento de tasas de interés por parte de la FED. La elevación esperada en las tasas de interés internacionales se ha constituido en una variable que le impone algún grado de incertidumbre a las perspectivas de crecimiento de la economía mundial y en particular la evolución de las economías emergentes. En este contexto, es oportuno revisar experiencias similares de alzas en la última década, en particular la registrada en el año 1994.

- En el año 1994, la FED elevó su tasa en 250 pbs situándola en 5,5 por ciento, un nivel más alto que el esperado actualmente por el mercado. En la actualidad, de acuerdo con las declaraciones de la FED, el ajuste sería gradual y moderado. El mercado espera para este año un aumento de aproximadamente 100 pbs, lo que llevaría a la tasa de la FED a un nivel de 2 por ciento.
- En los comunicados de la FED del mes de enero, se eliminó la mención de mantener la tasa “por un período considerable de tiempo” y señaló que sería “paciente”; ello fue interpretado por el mercado como una señal de alza en un plazo próximo. Asimismo, en el comunicado de mayo se menciona que los aumentos de tasas serían graduales. El efecto que estos comunicados tuvieron sobre los títulos de los mercados emergentes son muestra de que el mercado estaría descontando -al menos parcialmente- este incremento. Adicionalmente, los niveles de las tasas de interés actuales son los más bajos desde 1958 y se han mantenido durante un período relativamente prolongado.
- El período de ajuste de tasas de la FED del período 1993-1994 coincidió con una desaceleración en algunas economías importantes como la economía china y con una marcada incertidumbre respecto a la sostenibilidad de las políticas en



algunos países que finalmente terminaron enfrentando severas crisis (como México). La coyuntura actual es bastante diferente. Si bien China ha anunciado medidas para evitar un sobrecalentamiento de su economía, se espera que éstas no tendrían un impacto significativo en su crecimiento (se estima que la economía reduciría su ritmo de expansión de 9 a 8 por ciento) a diferencia de lo observado en 1993-1995 donde las medidas adoptadas buscaron desacelerar una economía que venía creciendo a tasas de entre 12 y 14 por ciento y la inflación se ubicaba en 15 por ciento. Asimismo, las economías emergentes se encuentran en una posición menos frágil que la registrada en 1994. Ello, sumado a la magnitud moderada que se espera en el alza de las tasas de interés, hacen prever que el impacto sobre los tipos de cambios y los *spreads* de estas economías sea moderado, más aún si consideramos que parte del ajuste ya habría sido parcialmente realizado por el mercado desde enero de este año.

Referencias

Taylor, John B. (1993), "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie - Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp 195-214.

Taylor, John B. (1998), "An historical analysis of monetary policy rules", Working paper 6768, *National Bureau of Economic Research*.

79. El escenario de mayores tasas de interés de la FED y de mejores perspectivas de crecimiento para la economía norteamericana se reflejaría en una ligera apreciación del dólar con respecto al euro, compensando sólo parcialmente la fuerte depreciación ocurrida en el 2003. Sin embargo, los desequilibrios externos y fiscales de EUA, así como la incertidumbre geopolítica, podrían revertir tal evolución.

Con respecto al resto de monedas fuertes, el mercado espera que el dólar mantenga su evolución depreciatoria. En el 2005, compatible con el aumento de las tasas de interés de EUA, se proyecta que la debilidad del dólar se revierta para la mayoría de monedas.

II.4 Cuentas fiscales

80. Las proyecciones al cierre de 2004 y al 2005 indican una trayectoria decreciente del **déficit fiscal**, en línea con lo dispuesto en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal. Así el déficit se reduciría de 1,8 por ciento en el 2003, a 1,4 por ciento en el 2004 y a 1,0 por ciento en el 2005. Esta progresiva

reducción del déficit fiscal se sustenta tanto en un incremento de los ingresos corrientes del gobierno como consecuencia del contexto económico favorable, como en una política prudente de gasto público.

81. Los **ingresos corrientes del gobierno central** al cierre de 2004 alcanzarían un nivel de 15,0 por ciento, lo que implica un incremento de 6,9 por ciento en términos reales. Este aumento obedecería a la evolución de los ingresos tributarios que crecerían 8 por ciento, debido a las medidas adoptadas durante el segundo semestre de 2003, así como a la aplicación de nuevas medidas administrativas como la ampliación del régimen de percepciones. Asimismo se observaría un incremento en la recaudación a través del impuesto a la renta (producto de los mayores pagos de las empresas mineras por la mejora de los precios internacionales), y la aplicación del ITF. Cabe mencionar que la proyección considera que el Impuesto Extraordinario de Solidaridad (IES) se eliminaría en la segunda mitad del año.

En el año 2005 los ingresos corrientes se elevarían a 15,2 por ciento del PBI, incrementándose en 5,6 por ciento en términos reales con relación a los de 2004. Ello se explicaría por la mejora prevista en la recaudación del impuesto a la renta e IGV, debido a que a partir de este ejercicio se registraría el efecto del incremento en la tasa de las personas jurídicas de 27 por ciento a 30 por ciento, y las mejoras en la administración tributaria, respectivamente. Asimismo, se generarían mayores ingresos por las regalías provenientes del Proyecto de Camisea.

82. El **gasto no financiero del gobierno central** del ejercicio 2004 se incrementaría 4,2 por ciento en términos reales, cifra que toma en cuenta el incremento presupuestal previsto para el segundo semestre del año.

Para el ejercicio 2005, se espera un incremento del gasto no financiero de 2,2 por ciento medido en términos reales.

83. Los **requerimientos de financiamiento** al cierre de 2004 se estiman en US\$ 2 908 millones, cifra superior en US\$ 95 millones al registrado en el 2003. Este incremento obedece a los mayores pagos por amortización, en particular los mayores vencimientos externos (en US\$ 184 millones) y bonos de reconocimiento (en US\$ 65 millones). Los requerimientos de financiamiento se atenderían principalmente con desembolsos externos por US\$ 1 961 millones, los cuales incluyen desembolsos de libre disponibilidad de organismos multilaterales por US\$ 1 011 millones y colocación de bonos en el exterior por US\$ 500

CUADRO 29

SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

(Millones de nuevos soles)

	2003	2004*	2005*
1. Ingresos corrientes del gobierno central	31 551	34 798	37 465
<i>(% del PBI)</i>	14,9	15,0	15,2
<i>Var % real</i>	8,0	6,9	5,6
2. Gastos no financieros	-31 460	-33 815	-35 245
<i>(% del PBI)</i>	-14,8	-14,6	-14,3
<i>Var % real</i>	5,2	4,2	2,2
3. Otros	814	709	907
<i>(% del PBI)</i>	0,4	0,3	0,4
4. Resultado Primario	905	1 679	3 126
<i>(% del PBI)</i>	0,4	0,7	1,3
5. Intereses	-4 633	-4 991	-5 690
<i>(% del PBI)</i>	-2,2	-2,2	-2,3
<i>De los cuales:</i>			
<i>Bonos de Reconocimiento</i>	- 235	- 255	- 247
<i>Externos (Millones de US\$)</i>	-1 082	-1 180	-1 329
6. Resultado Económico	-3 728	-3 313	-2 564
<i>(% del PBI)</i>	-1,8	-1,4	-1,0
Millones de US\$	-1 072	-943	-726

* Proyección

millones. La colocación bruta de bonos domésticos ascendería al equivalente de US\$ 559 millones mientras que los ingresos por privatización ascenderían a US\$ 100 millones.

Para el año 2005, los requerimientos de financiamiento ascenderían a US\$ 2 983 millones, los que se cubrirían con US\$ 2 184 millones provenientes de desembolsos externos, de los cuales US\$ 1 684 millones corresponden a recursos de libre disponibilidad y US\$ 500 millones a proyectos de inversión. Se prevé una colocación de bonos internos por US\$ 600 millones.

CUADRO 30

FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

(Millones de US\$)

	2003	2004*	2005*
1. Resultado Económico (millones de soles)	-3 728	-3 300	-2 564
<i>(% del PBI)</i>	-1,8	-1,4	-1,0
Millones de US\$	-1 072	-943	-726
2. Amortización (Millones de US\$)	-1 745	-1 965	-2 257
Redención de Bonos de Reconocimiento	-170	-235	-142
Otros Internos	-389	-359	-681
Externos	-1 187	-1 371	-1 435
3. Requerimiento Financiero (Millones de US\$)	2 813	2 908	2 983
Desembolsos externos	2 101	1 961	2 184
Libre disponibilidad	1 765	1 511	1 684
Proyectos de inversión	336	450	500
Bonos internos	508	559	600
Privatización	52	100	43
Otros	152	288	156

* Proyección

III. BALANCE DE RIESGOS

84. El escenario macroeconómico descrito en este documento es considerado como el más probable para los próximos meses. Las previsiones del Reporte de Inflación están sujetas a diferentes fuentes de riesgo que podrían desviar las proyecciones de su escenario central. Los principales factores de riesgo considerados son:

- **Mayores precios internacionales de petróleo.** El escenario base asume precios internacionales de petróleo WTI de US\$ 34 y US\$ 31 por barril al cierre de 2004 y 2005, respectivamente. La probabilidad de un aumento de la inflación es mayor si el incremento de la cotización del petróleo genera un ajuste de precios sobre otros rubros (en especial sobre las tarifas de transporte público) o si nuevos choques imprevistos impiden que se produzca la reducción proyectada de la cotización del petróleo para el 2005. En ambos casos, se esperaría una aceleración transitoria de la tasa de inflación, para luego mostrar una tendencia hacia el nivel meta. En este contexto, el Banco Central mantendría su posición de política acorde con las proyecciones presentadas en este reporte. Sin embargo, si este choque de oferta llegara a elevar las expectativas de inflación, el Banco Central adoptaría una política monetaria adecuada a esa circunstancia. Cabe señalar que el reciente establecimiento por parte del gobierno del “método de estabilización de precios de combustibles derivados del petróleo” para los siguientes 4 meses reduciría la probabilidad de mayores presiones inflacionarias por este concepto.
- **Una mayor aceleración en el aumento de las tasas de interés internacionales.** El escenario base asume que la tasa de interés del FED se ubica en 2,0 y 3,5 por ciento al cierre de 2004 y 2005, respectivamente. Un alza mayor eleva la probabilidad de inducir un movimiento de capitales fuera de la región, elevar el riesgo país y por ende el costo de financiamiento externo, así como generar presiones depreciatorias de las monedas de las economías emergentes.

No se descarta por ello cierto impacto de los desarrollos regionales sobre la economía peruana. Frente a este riesgo, la economía tiene fundamentos para enfrentar esta contingencia. Dentro de estos fundamentos está el esquema de flotación cambiaria que permite seguir una política monetaria independiente, es decir los ajustes de las tasas de interés de referencia en soles se realizan para alcanzar la meta de inflación. El efecto de una depreciación de un punto porcentual sobre la inflación se estima en un rango entre 0,15 y 0,3 puntos porcentuales, es decir existe un *pass-through* relativamente bajo.

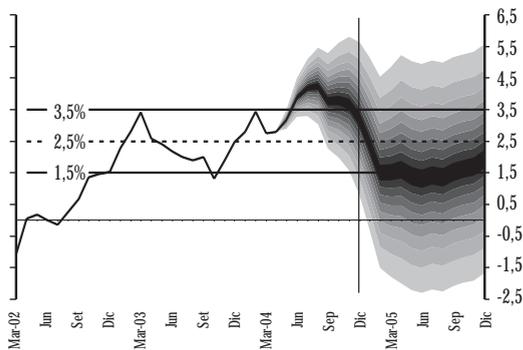
La respuesta del Banco Central en este contexto podría contemplar una posición menos flexible en la medida que el aumento de las tasas de interés internacionales eleve significativamente el tipo de cambio y ponga en riesgo el cumplimiento de la meta. En caso contrario, el Banco Central mantendría su posición actual estable de acuerdo con las proyecciones presentadas en este Reporte.

Cabe señalar que en periodos de alta volatilidad del mercado cambiario, el Banco Central puede intervenir como comprador o vendedor para reducir las fluctuaciones bruscas del tipo de cambio, sin que ello implique buscar un nivel específico del mismo.

- **Una menor confianza de los consumidores.** Un deterioro de las expectativas de los consumidores implicaría un insuficiente crecimiento del producto que podría generar presiones a la baja sobre la tasa de inflación. En este posible escenario, la política monetaria podría asumir una posición más flexible o mantener la posición actual de política monetaria.
- **Desaceleración del dinamismo mundial.** Otro factor que podría afectar el dinamismo de la actividad económica es una desaceleración del crecimiento económico mundial, el cual podría ser producto de una sobrereacción del mercado respecto a la desaceleración de la economía china, que refrenaría el crecimiento de la demanda agregada. En tal caso, el Banco Central podría implementar una flexibilización de su posición de política monetaria o mantener su posición actual.

85. Cabe mencionar que en el caso de que la inversión privada aumente por encima de lo previsto en el escenario central se observaría un incremento sostenido de la tasa de crecimiento del producto sin mayores presiones inflacionarias.

Gráfico 37
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN
(Variación acumulada del IPC a 12 meses)



El gráfico muestra la proyección a 12 meses para el período 2004-2005, asumiendo que la posición de la política monetaria se mantiene hasta finales del próximo año. La franja de color más acentuada alrededor de la proyección de inflación indica el escenario más probable y cada franja refleja una probabilidad adicional de 10 por ciento. La proyección de inflación no está sesgada hacia arriba ni hacia abajo y a diciembre de 2004 y a diciembre de 2005 se encontrará dentro del rango meta.

86. Considerando los factores antes señalados, el siguiente gráfico muestra la proyección central de inflación últimos 12 meses para el período 2004-2005 asumiendo que la posición de la política monetaria fijada por el Directorio se mantiene hasta finales del próximo año. La franja de color más acentuada alrededor de la proyección de inflación indica que el escenario central descrito es el más probable. Adicionalmente, el gráfico también muestra las bandas de confianza de la proyección central hasta el 90 por ciento (cada franja refleja una probabilidad de 10 por ciento). Asimismo, dado que se consideró que el escenario de proyección central no involucra ningún sesgo particular (hacia arriba o hacia abajo) en la proyección de inflación, la probabilidad de que ésta se ubique por encima de la actual proyección es idéntica a la probabilidad de un desvío hacia abajo .

CONCLUSIONES

87. Con la información disponible a la fecha de elaboración del presente Reporte, las proyecciones de inflación para el 2004 y 2005 se ubican dentro del rango meta. Estas proyecciones fueron elaboradas asumiendo una posición de política monetaria pasiva durante el horizonte de proyección. La actual tasa interbancaria se encuentra en su nivel mínimo observado (2,5 por ciento), por lo que se esperaría en el largo plazo que esta tasa de interés se aproxime hacia niveles históricos de tasa de interés interbancaria de países con inflación baja y estable.
88. Se prevé que distintos choques de oferta afectarán la evolución de inflación durante el periodo de proyección: mayores precios de alimentos y combustibles en el 2004 y menores precios de combustibles en el 2005. Estos choques ocasionarían que en ciertos periodos del horizonte de proyección la trayectoria proyectada de inflación últimos 12 meses se acelere o desacelere transitoriamente (por encima de 3,5 por ciento en el 2004 y por debajo del 1,5 por ciento en el 2005). Sin embargo, según las proyecciones presentadas en este Reporte, la inflación acumulada a diciembre de los años 2004 y 2005 se mantendría dentro del rango meta.