



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Reporte de Inflación: Evolución y Perspectivas

Setiembre 2002

CONTENIDO

Introducción.....	3
I Evolución de la Inflación hasta Setiembre de 2002	3
II Política Monetaria	7
III Actividad Económica	19
IV Balanza de Pagos	26
V Finanzas Públicas	29
VI Balance de Riesgos y Oportunidades	32
VII Conclusiones	34
Anexo	36

REPORTE DE INFLACIÓN: EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS

INTRODUCCION

1. El Banco Central de Reserva del Perú adoptó la metodología de metas explícitas de inflación en enero de 2002. En este esquema, la autoridad monetaria anuncia una meta anual de inflación de **2,5 por ciento**, aceptando un rango de variación con un límite inferior de 1,5 por ciento y otro superior de 3,5 por ciento.

La administración del método de objetivo de inflación se basa en un programa monetario anual y sendos programas mensuales anunciados por el Directorio del BCR al inicio de año y de cada mes, respectivamente. En la programación monetaria se establecen tanto las tasas de interés de referencia de las operaciones del BCR como el nivel promedio de la liquidez disponible de las empresas bancarias para cada periodo.

Las decisiones del BCR consideran las previsiones elaboradas por sus unidades operacionales, obtenidas mediante encuestas, algoritmos de cálculo, modelos e indicadores que describen efectos inerciales, anticipaciones y expectativas racionales de los agentes económicos. Un reporte público de inflación cuatrimestral describe la evolución del periodo y explica las previsiones.

I EVOLUCIÓN DE LA INFLACION HASTA SETIEMBRE 2002

2. La inflación acumulada entre enero y setiembre del 2002 alcanzó 1,23 por ciento, resultado que está en línea con el objetivo anunciado de política.

Cuadro No. 1

INFLACIÓN: ENERO-SETIEMBRE 2002
(Variación porcentual)

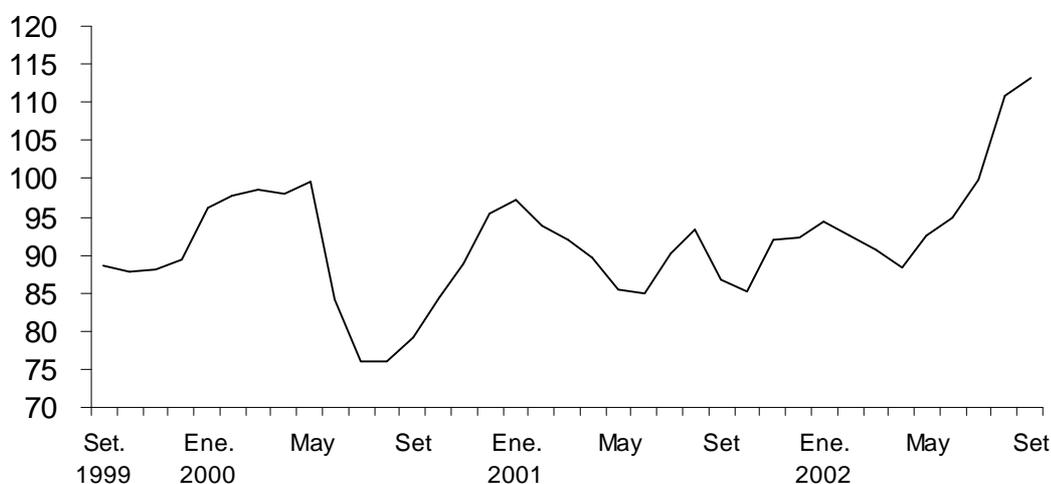
PRODUCTOS QUE SUBIERON MÁS			PRODUCTOS QUE BAJARON MÁS		
Rubros	Variación porcentual	Aporte (Puntos porcentuales)	Rubros	Variación porcentual	Aporte (Puntos porcentuales)
Pan	9,4	0,35	Carne de pollo	-9,3	-0,37
Gasolina y lubricantes	15,2	0,22	Papa	-13,6	-0,21
Kerosene	18,5	0,21	Arroz	-4,4	-0,10
Servicios de educación	2,7	0,14	Teléfonos	-7,0	-0,09
Otras hortalizas	20,3	0,13	Azúcar	-5,6	-0,08
Electricidad	5,6	0,13	Transporte nacional	-16,8	-0,05
Legumbres frescas	23,0	0,10	Tomate	-16,1	-0,05
Comidas fuera hogar	0,9	0,09	Carne de res	-1,5	-0,04
Total		1,36	Total		-0,99

Los precios de la carne de pollo, papa y arroz bajaron mientras que subieron los precios del pan, la gasolina y el kerosene:

- La rebaja del precio del pollo tiene un impacto de -0,37 puntos porcentuales en la tasa de inflación acumulada a setiembre y se relaciona con una mayor oferta (mayor colocación de pollos bebé del orden del 7 por ciento). El precio del pollo tuvo una tendencia decreciente, a pesar del aumento del maíz amarillo duro (23 por ciento), insumo principal utilizado en la elaboración de alimentos balanceados de aves.

Gráfico No. 1

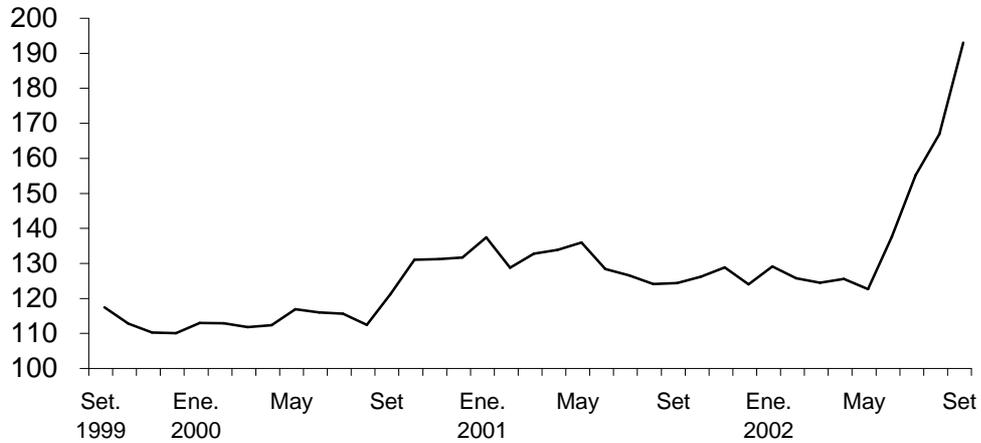
**COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL MAIZ
(US\$ / TM)**



- La reducción de los precios al consumidor de la papa y el arroz, explica, en conjunto, una caída de -0,31 puntos porcentuales de la tasa de inflación acumulada a setiembre. El incremento de 9 por ciento y 6 por ciento en la siembra de papa y arroz, respectivamente, en la campaña agrícola 2001-2002 genera un efecto de cantidad que se refleja en el abatimiento del nivel de precios de estos productos.
- El incremento del precio del pan explica 0,35 puntos de la tasa acumulada de enero a setiembre. El valor del pan está correlacionado al precio internacional del trigo, que es el insumo principal en la fabricación de la harina en la cadena productiva del pan. El trigo ha aumentado 56 por ciento en igual lapso, debido a condiciones climáticas desfavorables en los principales países exportadores (Estados Unidos, Australia y Canadá).

Gráfico No. 2

**COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL TRIGO
(US\$ / TM)**

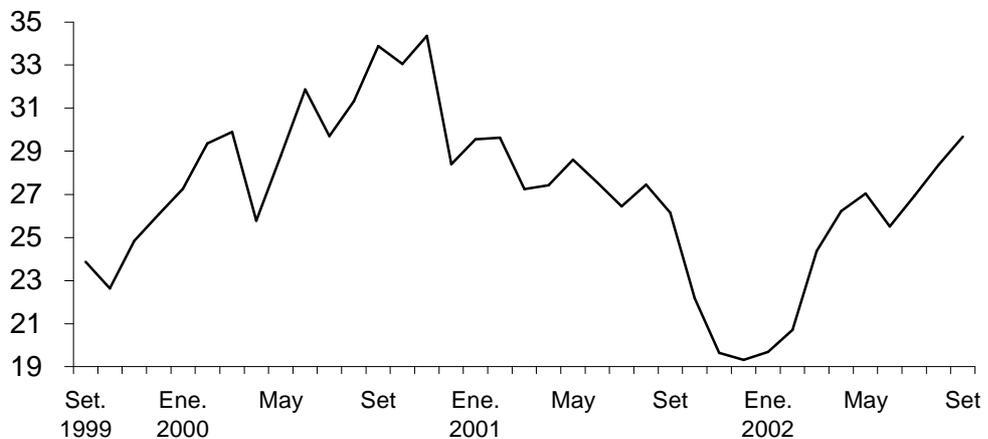


- El aumento de las gasolinas y el kerosene tiene un impacto de 0,43 puntos porcentuales en la inflación acumulada, en gran parte debido al incremento de 54 por ciento en los precios internacionales del petróleo crudo.

El Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) a los combustibles ha aumentado en el mercado local: El ISC a las gasolinas aumentó entre 12 y 15 por ciento; el del gas en 19 por ciento; y el del kerosene en 103 por ciento, para corregir, en este caso, la distorsión ocasionada por su abaratamiento relativo respecto a combustibles con cierto grado de sustitución.

Gráfico No. 3

**PRECIO DEL PETRÓLEO WTI
(US\$ por barril)**



3. Para medir la evolución de la inflación se usa un índice nominal de precios que comprende todos los rubros de la canasta de referencia y otro índice, denominado **inflación subyacente**, que considera exclusivamente los rubros de la canasta en que no exista variabilidad de precios causada por *shocks* o consideraciones externas.

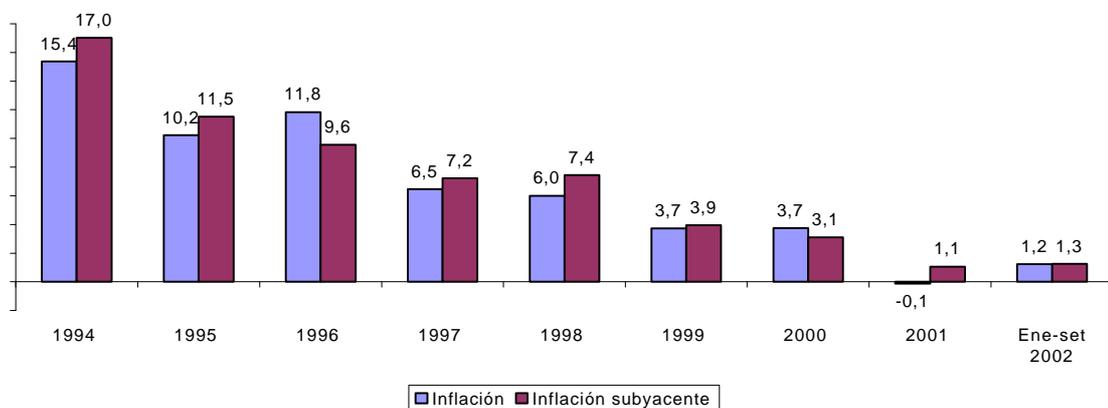
La inflación subyacente aumentó **1,26** por ciento hasta setiembre y la inflación no subyacente **1,16** por ciento. Esta leve diferencia confirma la convergencia de ambos indicadores alrededor del incremento promedio de los precios al consumidor de 1,23 por ciento

Cuadro No. 2
INFLACIÓN
(Variación porcentual)

	Ponderación	2001	Acumulado Setiembre 2002
I. SUBYACENTE	68,3	1,06	1,26
Bienes	41,8	0,7	1,2
Alimentos y bebidas	20,7	-0,6	0,9
Textil y calzado	7,6	1,9	1,0
Resto de bienes industriales	13,5	2,2	1,8
Servicios	26,5	1,7	1,3
Comidas fuera del hogar	12,0	1,3	0,8
Educación y salud	6,4	3,8	2,5
Resto de servicios	8,1	1,4	1,2
II. NO SUBYACENTE	31,7	-2,82	1,16
Alimentos	14,8	-1,2	-1,1
Combustibles	3,9	-13,1	13,3
Transportes	8,4	0,0	-0,6
Servicios públicos	4,6	-2,7	1,2
III. IPC	100,0	-0,13	1,23

Gráfico No. 4

INFLACIÓN E INFLACIÓN SUBYACENTE
(Variación acumulada)

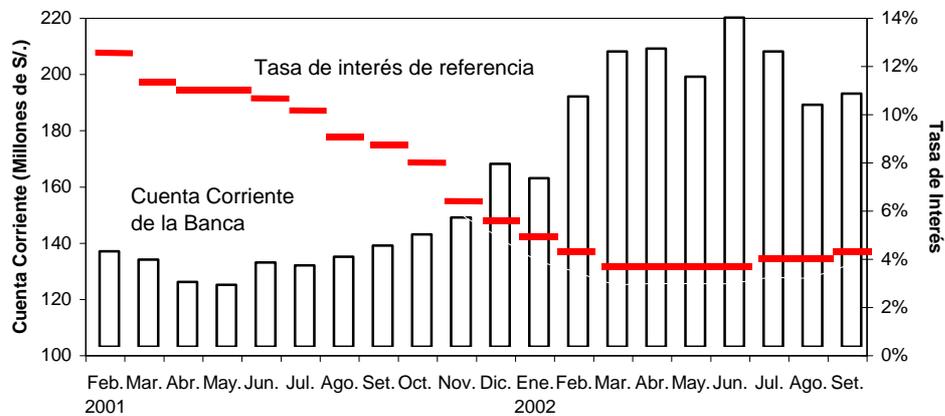


II Política Monetaria

4. El Banco Central ha adoptado una posición vigilante, flexible y consistente en la gestión de la política monetaria, orientada a disipar riesgos de presiones deflacionarias o inflacionarias y cumplir con la meta anunciada de inflación.
5. A lo largo del 2002, los anuncios tanto de las tasas de interés de referencia para las operaciones monetarias del Banco Central como del nivel de la cuenta corriente de la Banca como meta operativa del mes, han orientado la formación y evolución de la tasa de interés interbancaria.

Gráfico No. 5

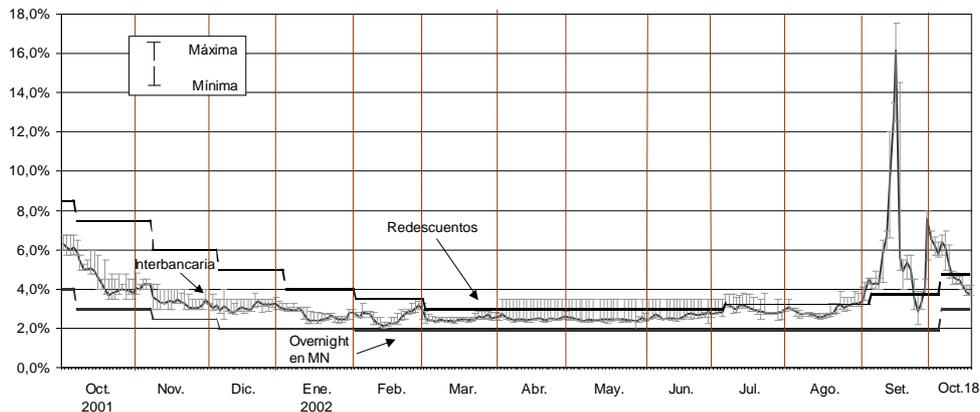
Cuenta corriente y tasas de interés de referencia de las operaciones monetarias del BCR
Febrero 2001 - Setiembre 2002



6. Hasta agosto de 2002, la tasa de interés interbancaria promedio del día se ubicó dentro de un corredor definido por las tasas de interés de referencia para las operaciones monetarias del BCR. Los montos de las transacciones interbancarias a tasas de interés alejadas de este corredor fueron muy poco significativos.

Gráfico No. 6

Tasa de Interés en Moneda Nacional
Octubre 2001 - Octubre 2002

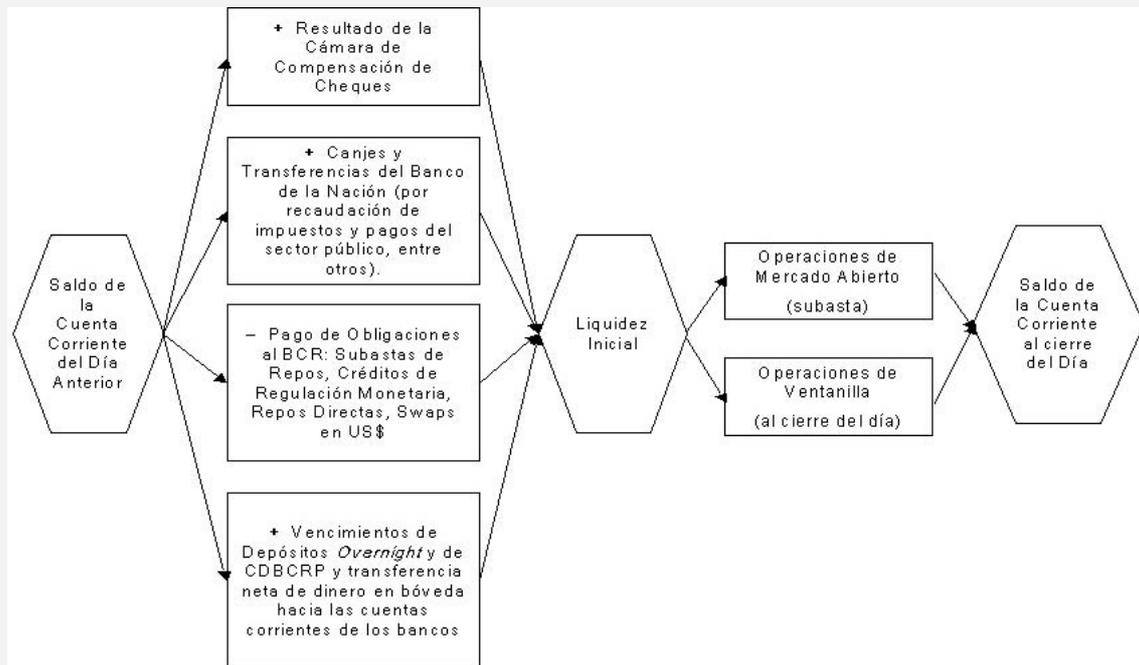


Recuadro No. 1

MANEJO MONETARIO DIARIO DEL BANCO CENTRAL

El Banco Central anuncia cada mes un rango para el saldo promedio de la cuenta corriente de las empresas bancarias en el BCR (meta operativa). A través de este anuncio, el BCR influye directamente en la tasa de interés del mercado interbancario y, por esta vía, el efecto se transmite al resto de tasas de interés en moneda nacional. El Banco Central también anuncia tasas de interés referenciales para sus operaciones activas y pasivas con la banca, a fin de señalar un corredor de referencia para la tasa interbancaria.

A diario, el Banco Central realiza operaciones monetarias para alcanzar un nivel de fondos líquidos en la banca que sea consistente con el saldo promedio esperado en el mes. La decisión del BCR es inyectar o retirar liquidez en el mercado de dinero. Esta decisión considera el saldo entre la cuenta corriente “meta” para el día y el nivel de cuenta corriente inicial.



La liquidez inicial se anuncia al mercado alrededor de las 11:30 hrs. Asimismo se anuncian los montos de las operaciones de mercado abierto para alcanzar la meta diaria. Para ello, se inyecta o se retira liquidez en soles, según corresponda. La inyección se hace mediante subastas de Repos, con Certificados de Depósito del BCR (CDBCRP) y Bonos del Tesoro Público; y en el caso de retiro de liquidez se subastan CDBCRP.

Además, existen las ventanillas de venta de repos directas, créditos de regulación monetaria y swaps de moneda extranjera. Mediante estas ventanillas se provee fondos a las empresas bancarias que lo soliciten porque no han cubierto sus requerimientos con las operaciones de mercado abierto ni en el mercado interbancario. La tasa de interés a la que pueden acceder a estos fondos es la mayor entre una tasa de interés de referencia anunciada a inicios de cada mes por el BCR y el promedio de la tasa de interés interbancaria del día. Asimismo, existe la ventanilla de los depósitos *overnight*, mediante la cual los bancos depositan fondos líquidos en exceso en el Banco Central y obtienen una remuneración que se anuncia a principios de cada mes. Esta ventanilla permite esterilizar excedentes de liquidez en el mercado interbancario.

Para suavizar la volatilidad cambiaria, el uso diario de las ventanillas de repo directa y de créditos por regulación monetaria (CRM), tienen límites globales. Esos límites diarios se han establecido en función de los depósitos de cada entidad bancaria.

En el portal Internet del Banco Central (<http://www.bcrp.gob.pe>) se publican diariamente: la liquidez inicial y el anuncio de operaciones (11:30 hrs), el resultado de las operaciones (13:00 hrs) y el resumen de las operaciones y la liquidez bancaria al cierre (18:30 hrs). Asimismo, el BCR comunica a los operadores sus decisiones por medio de los servicios de REUTERS, Bloomberg y DATATEC.

7. Durante la ejecución del programa, en algunos meses hubo alguna desviación estadística, por encima o por debajo, del rango promedio anunciado al inicio de cada mes como meta operativa. Estas diferencias se hacen necesarias para procurar que la tasa de interés interbancaria en moneda nacional se mantenga, con una dispersión mínima.

Desde setiembre de 2002 se ha incorporado el *efecto de rezago de caja* que toma en cuenta el saldo promedio de fondos en bóveda del mes anterior, para el cómputo de encaje de las empresas bancarias en el mes en curso. De esta manera, se logra una mayor precisión en la previsión de los saldos en la cuenta corriente y se amortigua la volatilidad de la tasa interbancaria.

Cuadro No. 3

Meta operativa para la cuenta corriente de la banca y tasas de interés de referencia aprobadas por el BCR

	2001	2002									Programa Octubre 2002
	Diciembre	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Setiembre	
1. Meta operativa: Cuenta Corriente (En millones de S/.)											
Rango	150-160	160-170	160-170	185-195	205-215	205-215	195-205	205-215	190-210	175-195	180-200
Ejecución	165	160	169	205	206	196	217	205	186	190	
2. Tasas de interés de referencia (En porcentajes)											
a. Ventanillas de liquidez en nuevos soles	5,0	4,0	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,25	3,25	3,75	4,75
b. Depósitos overnight en nuevos soles	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	3,0
Nota:											
Tasa de interés interbancaria en soles	3,1	2,7	2,8	2,5	2,5	2,5	2,8	2,9	2,9	5,6	

8. A fines de agosto y durante la mayor parte de setiembre, sin embargo, debido a la mayor incertidumbre en los mercados antes mencionada, la tasa de interés interbancaria promedio del día se ubicó transitoriamente por encima del corredor definido por las tasas de interés de referencia para las operaciones monetarias del BCR. El 17 de setiembre, se enfrentó una tensión inusual del mercado, provocada por expectativas de depreciación del sol y la tasa de interés interbancaria subió a **16,1** por ciento. En los días siguientes, luego de una intervención estabilizadora del BCR, la reducción de estas expectativas y el restablecimiento gradual de la liquidez bancaria hicieron que la tasa de interés interbancaria regresara al corredor de tasas de interés de referencia.
9. Una vez superada la contingencia, se observa un retorno a las condiciones habituales en que se desplaza la política monetaria. Si se observa la trayectoria de la variabilidad de la tasa de interés interbancaria entre enero y agosto, el promedio oscila entre 2,7 y 2,9 por ciento de punta a punta, y la desviación estándar se mueve entre 0,3 y 0,2 puntos. En setiembre, por lo arriba expuesto, sube a 5,6 por ciento, con una desviación estándar de 3,3 puntos como promedio, aunque ya se percibieron tendencias a la baja hacia fines de mes. Aún en estas condiciones de incertidumbre y nerviosismo en los mercados financieros, la desviación estándar de 2,0 puntos porcentuales en el 2001 se ha reducido a sólo 0,5 puntos porcentuales a setiembre del año 2002.

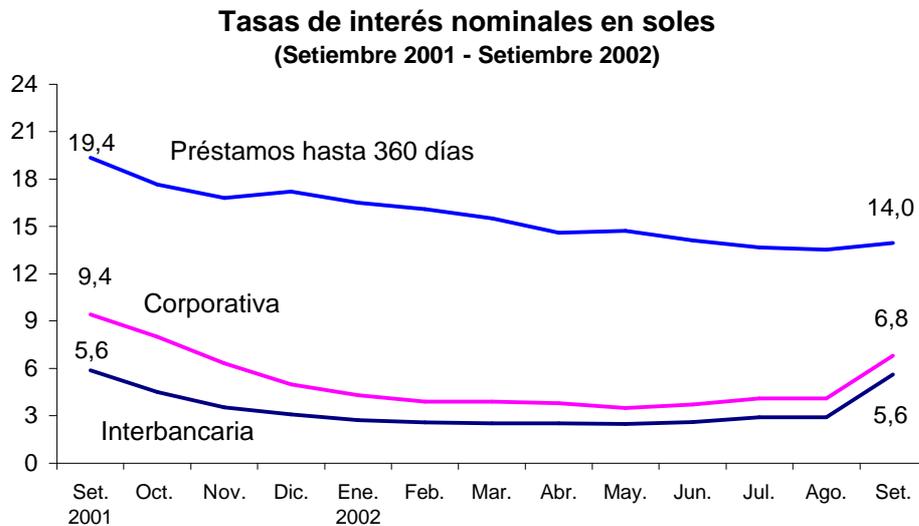
Cuadro No. 4
Variabilidad de la tasa de interés
interbancaria
 (En porcentajes)

	Tasa de interés promedio	Desviación estándar
<u>2001</u> ^{1/}	8,6	2,0
Ene. 2002	2,7	0,3
Feb.	2,6	0,3
Mar.	2,5	0,1
Abr.	2,5	0,1
May.	2,5	0,1
Jun.	2,6	0,1
Jul.	2,9	0,2
Ago.	2,9	0,2
Set.	5,6	3,3
<u>Ene-Set. 2002</u> ^{1/}	3,0	0,5

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

10. La posición de la política monetaria transmitida por los canales monetarios y crediticios se refleja en el descenso de las distintas tasas de interés en soles hasta julio. En setiembre se observa un incremento en la tasa de interés para préstamos a 90 días en soles para clientes corporativos. De 4,1 por ciento en julio llega hasta un pico de 6,8 por ciento hacia la tercera semana de setiembre. De manera similar, la tasa de interés para préstamos hasta 360 días que había bajado de 17,2 por ciento a 13,7 por ciento entre diciembre de 2001 y julio de 2002, sube a un pico de 14,0 por ciento ante el evento de setiembre, antes de comenzar a regresar a sus niveles previos.

Gráfico No. 7



11. La tasa de interés para préstamos en dólares a clientes corporativos de menor riesgo disminuyó de 3,1 por ciento en diciembre de 2001 a 2,7 por ciento en setiembre de 2002. Por su parte, la tasa de interés para préstamos hasta 360 días se redujo de 8,7 por ciento a 8,1 por ciento en el mismo período. La evolución de ambas tasas refleja el comportamiento de las tasas de interés internacionales (Líbor a 3 meses en 1,8 por ciento).

Gráfico No. 8



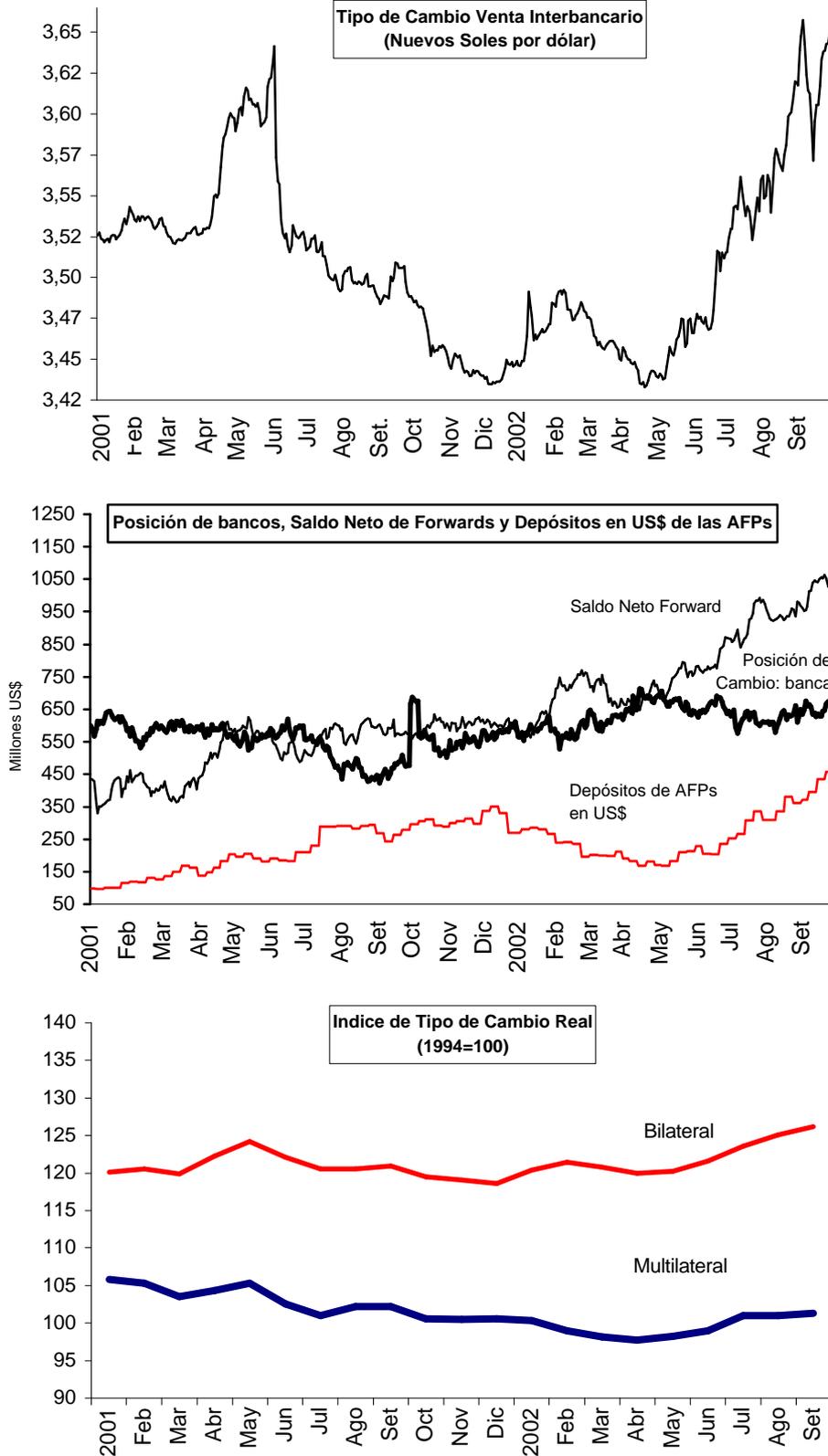
Tipo de Cambio

12. En los primeros cuatro meses del año del 2002, el tipo de cambio se recupera de la apreciación del sol observada en el cuarto trimestre del 2001, y en mayo se eleva y adquiere una mayor variabilidad hasta recuperar los niveles de paridad alcanzados de mayo-junio del 2001.

Este comportamiento se acentuó entre los meses de julio y setiembre por una mayor demanda de moneda extranjera de los agentes económicos, destacándose la recomposición del portafolio de las Administradoras de Fondo de Pensiones hacia depósitos en dólares, que pasaron de US\$ 212 millones en marzo de 2002 a US\$ 449 millones en setiembre, lo que representa un incremento de US\$ 237 millones.

Asimismo factores regionales asociados a las perspectivas de la economía internacional y cambios políticos regionales influyeron sobre decisiones de cartera de los agentes, en especial de aquellos vinculados a decisiones globales de tesorería en sus casas matrices. Esto habría llevado a mayores coberturas de activos financieros en el mercado doméstico, una demanda por moneda extranjera que se reflejó también en el incremento del saldo de ventas netas forward de los bancos al público (Gráfico No. 9), que pasó de US\$ 869 millones a fines de junio a US\$ 1 017 millones a fines de setiembre (incremento de US\$ 148 millones). Asimismo, la posición de cambio de los bancos se incrementó en US\$ 60 millones en el mismo lapso (de US\$ 645 millones a US\$ 706 millones).

Gráfico No. 9
INDICADORES CAMBIARIOS
Enero 2001 - Setiembre 2002



Recuadro No. 2**Intervención cambiaria y manejo monetario del BCR**

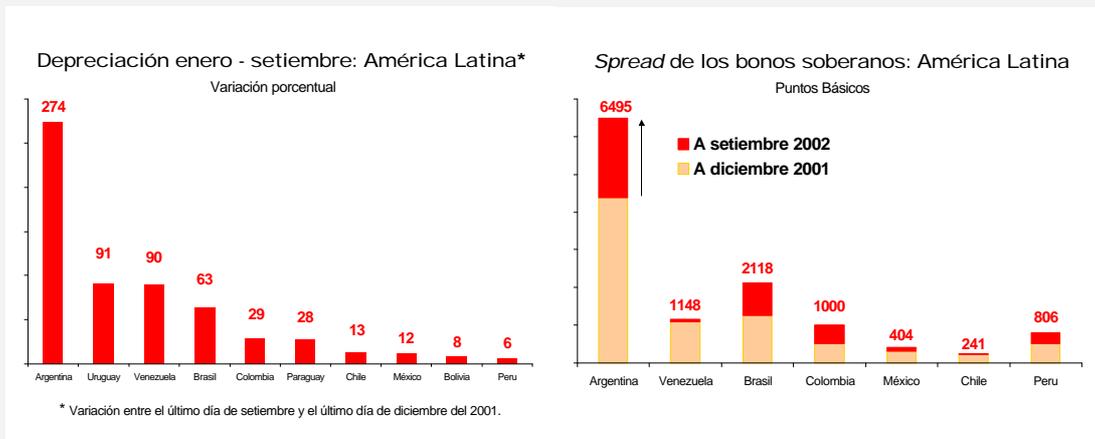
- Para alcanzar la meta de inflación anunciada, el Banco Central establece tanto el rango para el saldo de las cuentas corrientes de las empresas bancarias en el BCR, como las tasas de interés de referencia para sus operaciones monetarias; asimismo, se practica un régimen de tipo de cambio flotante. El Banco Central gestiona todos estos instrumentos de política monetaria y cambiaria, para evitar presiones inflacionarias o deflacionarias.
- De manera excepcional y aun cuando no existan presiones inflacionarias, el Banco Central puede modificar la disponibilidad de liquidez de la banca, las tasas de interés de referencia, e intervenir en el mercado cambiario, para moderar fluctuaciones bruscas del tipo de cambio o evitar burbujas especulativas que puedan afectar el normal desarrollo de los mercados financieros y del sector real de la economía. En este contexto, la tasa de interés del mercado interbancario puede salir temporalmente del corredor de tasas de interés de referencia del BCR.
- El Banco Central determina la orientación y magnitud de sus operaciones (de inyección o retiro) para regular el nivel de liquidez en los bancos al cierre de operaciones diarias. Este nivel puede ser afectado por compras y ventas de moneda extranjera del Banco Central hacia la banca. Por lo tanto, se realizan operaciones monetarias que compensen el efecto que tiene la intervención cambiaria en la liquidez.
- En lo que va del presente año, el Banco Central ha intervenido en el mercado cambiario en abril y setiembre, atendiendo situaciones excepcionales. En el primer caso se intervino mediante compras de dólares por US\$ 90 millones, en tanto que en setiembre se vendieron US\$ 127 millones. En ambos casos la intención de política es suavizar la volatilidad del tipo de cambio, sin compromiso con nivel alguno.
- El BCR puede subastar Certificados de Depósito Reajustables con el tipo de cambio (CDR) a fin de proveer un sustituto en soles cercano a la liquidez en dólares, en particular cuando se demanda operaciones a futuro de moneda extranjera que pudieran alterar el mercado cambiario.
- En setiembre, las intervenciones cambiarias mediante las colocaciones de CDR (por un monto total de S/. 148 millones), la venta directa o los instrumentos habituales de regulación monetaria, compensaron los desequilibrios transitorios en el mercado de dólares a futuro, lográndose suavizar las fluctuaciones bruscas del tipo de cambio. Estos desequilibrios se presentaron debido a la mayor demanda de dólares en el mercado "spot" y en el de futuros. En dicho mes el nivel de la liquidez de la banca estuvo dentro del rango anunciado para la meta operativa (S/. 175 – S/.195 millones).

Recuadro No. 3

Evolución del Tipo de Cambio en América Latina

Entre enero y setiembre se han observado presiones depreciatorias sobre las monedas de la región, a la vez que se ha elevado la percepción de riesgo soberano de la mayoría de países. Si bien el contagio de la crisis argentina ha tenido un efecto directo en sus principales socios comerciales, entre mayo y setiembre, la región se ha visto afectada por el contexto de incertidumbre política y el calendario de vencimientos de las obligaciones de deuda en Brasil.

En Paraguay, Bolivia y Uruguay -países con mayores vínculos comerciales y financieros con Argentina y Brasil- se registraron retiros de depósitos y fuertes presiones sobre sus monedas. En Uruguay se abandonó el régimen cambiario de bandas y se estableció un cronograma para el retiro de depósitos constituidos en bancos estatales. En Bolivia, la situación de los depósitos bancarios se estabilizó con el inicio de la nueva gestión gubernamental. En Chile, además de los factores regionales, ha influido la caída en el precio del cobre y la elevación del precio de petróleo. La postergación de la recuperación de la economía norteamericana también ha afectado a México, dado los fuertes vínculos comerciales. Adicionalmente, aspectos de orden interno han tenido impacto sobre la evolución de las monedas de Colombia y Venezuela.



- En un contexto de aceleración de la variabilidad cambiaria observada desde fines de agosto, el día 5 de setiembre, el dólar alcanzó un nivel máximo de S/. 3,652. El BCR intervino mediante colocaciones de Certificados en soles indexados a la evolución del dólar americano (CDR), emitidos los días 28 de agosto y 4, 5, 11 y 30 de setiembre. El plazo de la colocación fue de seis meses por S/. 218 millones; asimismo, se vendieron US\$ 127 millones en el mercado *spot*. Entre otras medidas administrativas se regularon las operaciones de ventanilla diaria para administrar las demandas de liquidez y se activó un protocolo de seguimiento y acción. (Ver Recuadro No. 2)

Al cierre de setiembre, la depreciación anualizada del sol llega a 6 por ciento, la menor tasa registrada por las monedas de la región (Ver Recuadro No. 3).

14. El volumen de los depósitos bancarios siguió creciendo pese a la variabilidad de los mercados cambiarios y monetarios de fines de agosto y setiembre. Los depósitos totales en soles crecieron 1,6 por ciento en el tercer trimestre y los de dólares en 4,2 por ciento.
15. En el año transcurrido, el tipo de cambio real bilateral aumentó 6,5 por ciento: La depreciación nominal de 5 por ciento y el diferencial entre la inflación doméstica (1,2 por ciento) y la inflación de los Estados Unidos de Norteamérica (2,4 por ciento).

El tipo de cambio real multilateral subió 0,7 por ciento, explicado por el efecto de la depreciación de las monedas de nuestros socios comerciales respecto al dólar.

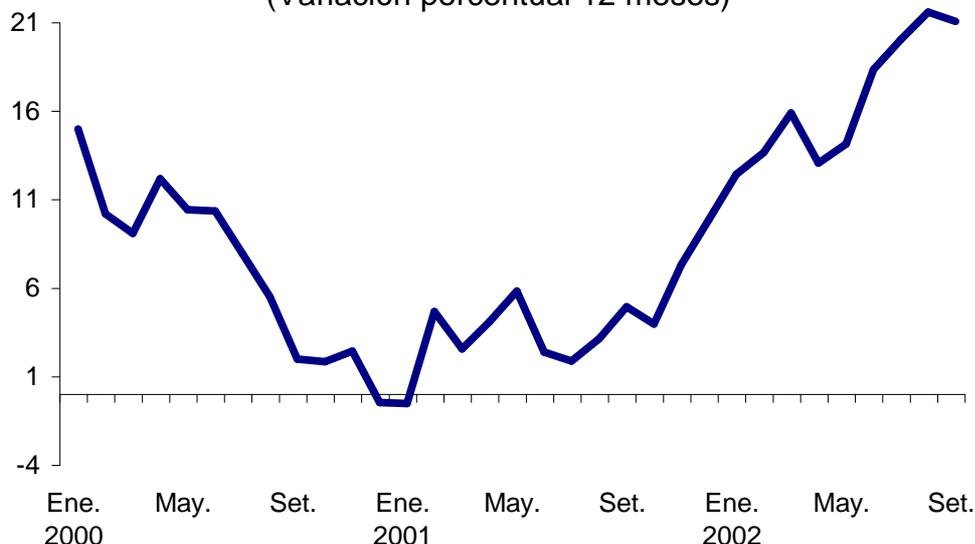
Agregados Monetarios

16. El saldo promedio de la emisión sigue creciendo desde noviembre de 2001; al respecto, la tasa de crecimiento pasó de 6 por ciento a 20 por ciento en setiembre de 2002. Este incremento se explica principalmente por la reducción de las tasas de interés y la recuperación de la actividad económica. El costo de oportunidad de mantener billetes y monedas se redujo ya que la tasa de interés para los depósitos de ahorro en soles disminuyó de 3,0 por ciento en diciembre del 2001 a 1,7 por ciento en setiembre del presente año.

Gráfico No. 10

Emisión primaria

(Variación porcentual 12 meses)



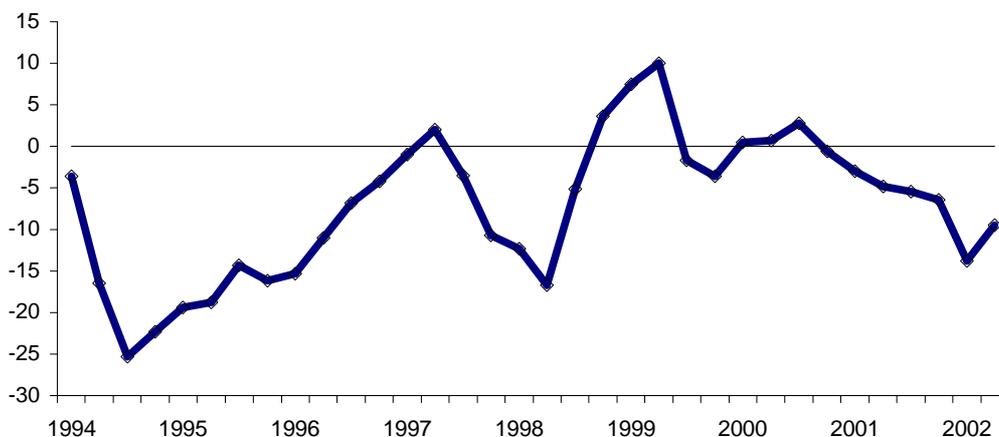
17. Tomando en consideración los niveles de emisión primaria entre enero y setiembre, se proyecta que el saldo promedio de emisión primaria del año 2002 aumentaría 15 por ciento con respecto al promedio del año anterior, lo que representa una revisión hacia arriba de la proyección publicada en el Reporte de Inflación de Junio (12,5 por ciento). La nueva proyección parte de un crecimiento del PBI nominal de 3,9 por ciento (aumento del PBI real de 3,7 por ciento), una disminución de la velocidad de circulación de 11 por ciento y un incremento del multiplicador bancario de 1,7 por ciento.

Cuadro No. 5
Determinantes del crecimiento promedio de la emisión primaria en 2002 ^{1/}

	Factores	Variación Proyectada		Comentarios
		Revisión Junio	Revisión Octubre	
A	PBI nominal	4,5	3,9	Se mantiene la hipótesis de dinamismo de la actividad económica, pero disminuye la variación porcentual promedio de los precios de la economía.
B	Velocidad de circulación del dinero	-9,6	-11,2	Mayor demanda por soles, en un contexto de mayor estabilidad en los mercados cambiario y financiero.
C	Multiplicador bancario	2,7	1,7	El menor crecimiento del multiplicador se explica por una mayor preferencia por circulante, lo que sería un reflejo de la reducción de las tasas de interés.
D	Emisión primaria	12,5	15,0	Mayor crecimiento por los cambios en la evolución de los determinantes de la demanda por emisión primaria, con respecto a los supuestos iniciales.

$$^{1/} D = 100 \cdot \left(\frac{\left(1 + \frac{A}{100}\right)}{\left(1 + \frac{B}{100}\right) \cdot \left(1 + \frac{C}{100}\right)} - 1 \right)$$

18. La velocidad de circulación del sol cae en 12 por ciento durante el primer semestre de 2002 con respecto al mismo semestre del año anterior. Este incremento de la remonetización no se registraba desde el primer primer semestre de 1998. Se proyecta que en el año la velocidad de circulación disminuirá en 11 por ciento.

Gráfico No. 11**Velocidad de circulación de la liquidez en moneda nacional ^{1/}**
(Variación porcentual con respecto al mismo trimestre del año anterior)

1/ Signo negativo indica mayor crecimiento de la demanda por moneda nacional por encima del crecimiento del PBI nominal

ESCENARIOS PREVISIBLES

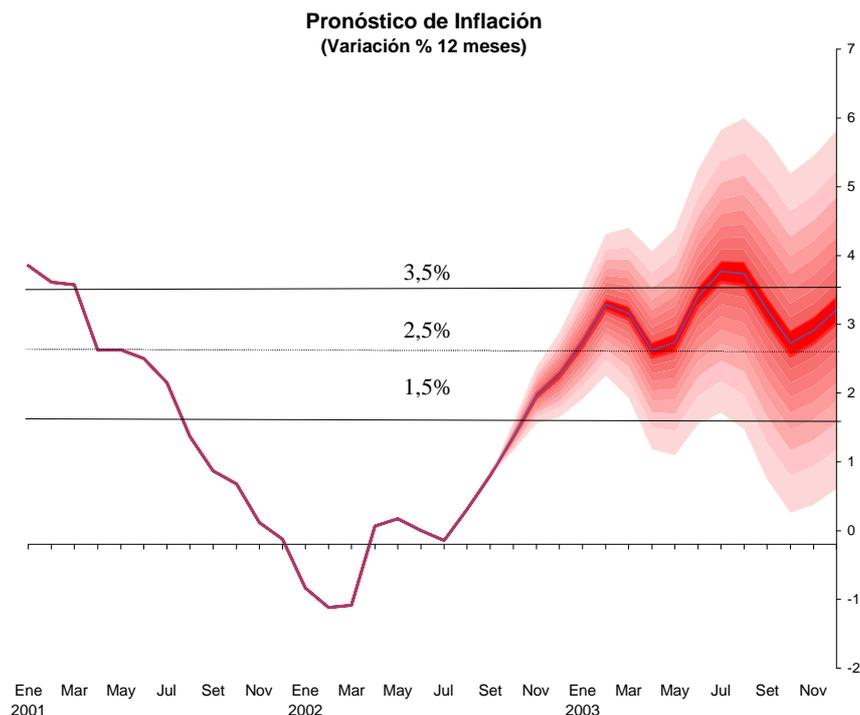
19. El rango de inflación proyectada dentro del esquema de metas explícitas de inflación tiene las siguientes características que contribuyen a la transparencia de la política monetaria y a la reducción de la incertidumbre:

- Ilustra la visión del BCR sobre la situación futura, considerando la política monetaria vigente.
- Genera indicios del curso de acción de la política monetaria, al considerarse las previsiones, los escenarios y los rangos de la inflación meta.
- Presenta los riesgos involucrados en las proyecciones dentro de los rangos y probabilidades de escenario.
- Ilustra una proyección de inflación sustentada en los modelos empleados por la autoridad monetaria.
- La proyección asume la posición de política monetaria vigente al momento de ejecutarse. De esta manera, la tasa de interés de corto plazo se mantiene constante en el lapso de la proyección.
- Considera el efecto rezago de política entre las acciones de política y el impacto en la inflación.
- Se presenta para el período del rezago de política.

20. Hacia el fin del 2002, de acuerdo a la proyección, la tasa de inflación acumulada estará dentro del rango meta anunciado por el BCR, comprendido entre 1,5 y 3,5 por ciento con una meta de 2,5 por ciento.
21. La franja de color más acentuada del Gráfico No. 12 refiere al resultado más probable para el 2003, y asume que la posición de la política monetaria fijada por el Directorio del BCR se aplica hasta el fin del 2003. El área sombreada se divide en franjas, en que cada par de franjas sucesivas comprende un 10 por ciento adicional, hasta que el 90 por ciento de la distribución de probabilidades es cubierta por el área sombreada. Las franjas se abren progresivamente para estilizar el incremento de incertidumbre en la proyección de inflación en el tiempo.

De esta manera, el *fan chart* ilustra el resultado inflacionario posible bajo el supuesto que la posición de la política monetaria se mantiene durante el periodo de cuatro a seis trimestres en que las acciones monetarias se transmiten a la evolución de los precios.

Gráfico No. 12

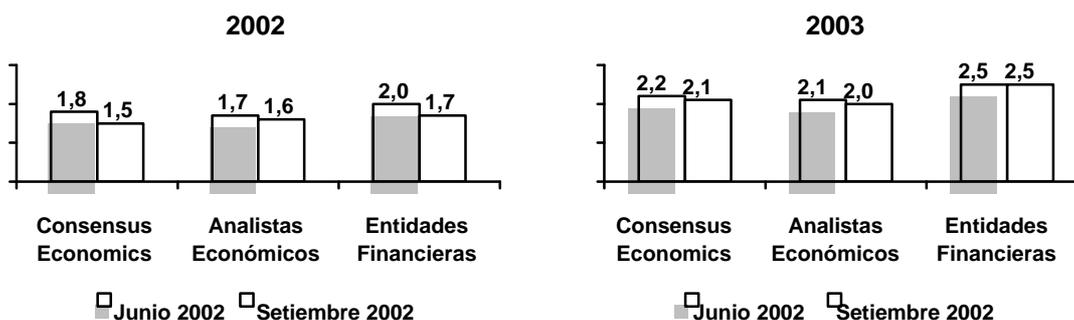


22. La proyección de inflación que se muestra en el rango de inflación proyectado incorpora el efecto de la mayor variabilidad que se observó en los mercados financieros y cambiario durante los meses de agosto y setiembre.

Es pertinente anotar que el impacto de 1 punto porcentual en el tipo de cambio en la tasa de inflación es 0,12 de punto porcentual, lo cual es un coeficiente de traslado relativamente bajo.

23. Los resultados de la encuesta mensual a los consultores especializados en temas macroeconómicos en el mes de setiembre informan que anticipan una inflación de 1,6 por ciento para el 2002 y de 2,0 por ciento para el 2003. Cifras derivadas de las encuestas a empresas financieras estiman entre 1,7 por ciento y 2,5 por ciento para los años 2002 y 2003, respectivamente. El *Consensus Economics*, que recoge pronósticos de analistas, indican que la inflación se situaría en niveles de 1,5 por ciento para el 2002 y 2,2 por ciento para el 2003. En consecuencia, las perspectivas respecto a la inflación del 2002 y del 2003 entre agentes muestran coincidencias con el rango objetivo anunciado por el Banco Central.

Gráfico No. 13
Expectativas de Inflación



III Actividad Económica

24. El PBI creció 4,2 por ciento respecto al primer semestre del año anterior. Los sectores primarios crecieron a una tasa de 8,2 por ciento y los no primarios 3,2 por ciento.

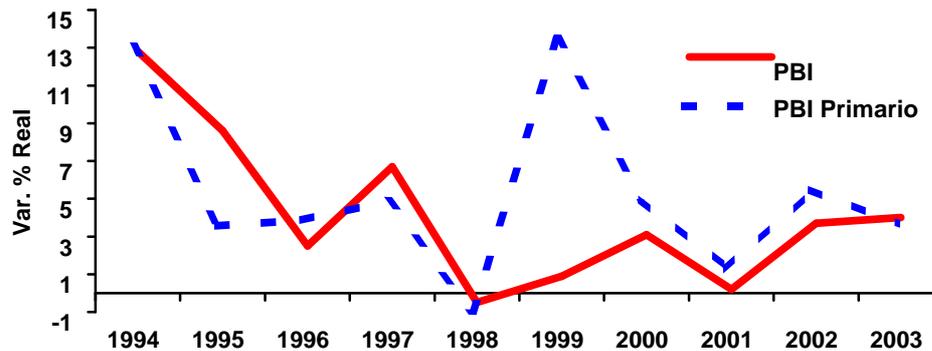
El dinamismo de los sectores primarios provino de la producción agrícola y minera. El aumento agrícola fue explicado por el adelanto de cosechas en algunos cultivos y por mejores condiciones climáticas. En la minería hubo una mayor producción de cobre, zinc y plata en Antamina y de oro en Yanacocha, Buenaventura y Barrick Misquichilca.

El aumento de los sectores no primarios provino de la industria de alimentos, bebidas y tabaco, productos químicos, caucho y plásticos, y papel e imprenta; pero principalmente de la construcción civil.

Cuadro No. 6
PRODUCTO BRUTO INTERNO
(Variaciones Porcentuales)

	2001	2002		2003
		I Sem.	Año	
Agropecuario	-0,6	6,4	4,3	3,4
Pesca	-13,3	-8,3	-0,8	5,5
Minería e Hidrocarburos	11,2	20,9	12,9	4,9
Manufactura	-1,1	1,9	2,8	3,9
Construcción	-6,0	8,9	7,1	4,2
Comercio	0,0	2,1	2,4	3,3
Otros servicios	0,4	3,0	2,8	3,1
PBI	0,2	4,2	3,7	3,5 - 4,0
PBI primario	1,9	8,2	6,1	4,3
PBI no primario	-0,2	3,2	3,1	3,3

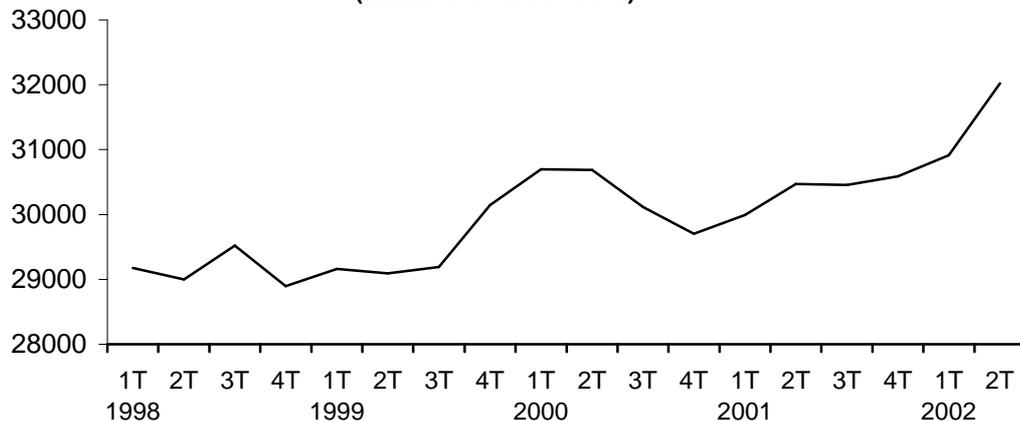
Gráfico No. 14
PBI y PBI Primario



25. El PBI desestacionalizado continuó creciendo en el segundo trimestre del año con respecto a trimestres anteriores, con lo que se verifica la recuperación de la actividad económica.

Gráfico No. 15

PBI desestacionalizado: 1998 I Trim - 2002 II Trim
(Millones de S/. de 1994)



26. La demanda interna de bienes y servicios aumentó 2,6 por ciento durante el primer semestre del año, lo que confirma la tendencia observada desde el segundo semestre del año pasado. Los componentes del gasto que impulsaron la demanda interna fueron el consumo privado (3,5 por ciento) y el consumo público (4,2 por ciento). La evolución del consumo privado estuvo ligada al aumento del ingreso disponible en 2,8 por ciento, en tanto que el incremento del consumo público estuvo vinculado a mejoras salariales y pensionarias.

La inversión pública y privada decrece a un menor ritmo que el observado en 2001 aunque todavía no recupera niveles previos de años anteriores.

27. La demanda externa de bienes y servicios crece en 8,6 por ciento en términos reales durante el primer semestre del año. Esta evolución se asocia al inicio de operaciones mineras de Antamina (cobre y zinc) durante el segundo semestre del 2001, que elevó la producción del sector minería e hidrocarburos en 20,9 por ciento en el primer semestre del 2002. Antamina explicaría aproximadamente 1 punto porcentual de la tasa de crecimiento del PBI del 2002.

Cuadro No. 7
DEMANDA Y OFERTA GLOBAL
(Variaciones porcentuales reales)

	2001	2002		2003
		I Sem.	Año	
I. DEMANDA GLOBAL (1 + 2)	0,4	3,5	3,6	3,6
1. Demanda Interna	-0,7	2,6	3,3	3,1
a. Consumo Privado	1,3	3,5	3,6	3,1
b. Consumo Público	-0,5	4,2	3,3	0,2
c. Inversión Bruta Interna	-8,0	-1,4	1,7	4,3
- Privada	-5,6	-3,0	1,0	4,5
- Pública	-19,0	-7,8	-2,3	6,4
2. Exportaciones	6,9	8,6	5,6	6,4
II. OFERTA GLOBAL (3 + 4)	0,4	3,5	3,6	3,6
3. Producto Bruto Interno	0,2	4,2	3,7	3,5 - 4,0
4. Importaciones	1,6	-0,8	3,3	4,2

Cuadro No. 8
INGRESO NACIONAL DISPONIBLE
(Variaciones porcentuales)

	2001	2002		2003
		I Sem.	Año	
I. Producto bruto interno (PBI)	0,2	4,2	3,7	3,5 - 4,0
II. Producto nacional bruto (PNB) 1/	0,9	3,9	3,1	3,1
III. Ingreso nacional bruto (IN) 2/	-0,2	3,1	3,5	3,4
IV. Ingreso nacional disponible (IND) 3/	-0,2	2,8	3,2	3,4

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.

28. La tasa de crecimiento del PBI proyectada para fines del 2002 es de 3,7 por ciento y de 3,5-4,0 por ciento para el 2003, respectivamente, asociadas a una tasa de incremento de la demanda interna de 3,3 y 3,1 por ciento en cada año. El crecimiento previsto para ambos períodos considera una tasa de incremento de la inversión privada de 1,0 por ciento en el 2002 y de 4,5 por ciento en el 2003, con lo que la tasa de inversión total respecto al PBI se elevaría de 17,8 por ciento en el 2002 a 18,1 por ciento en el 2003.

Gráfico No.16
PBI y Demanda Interna: 1999-2003
(Variaciones porcentuales reales)

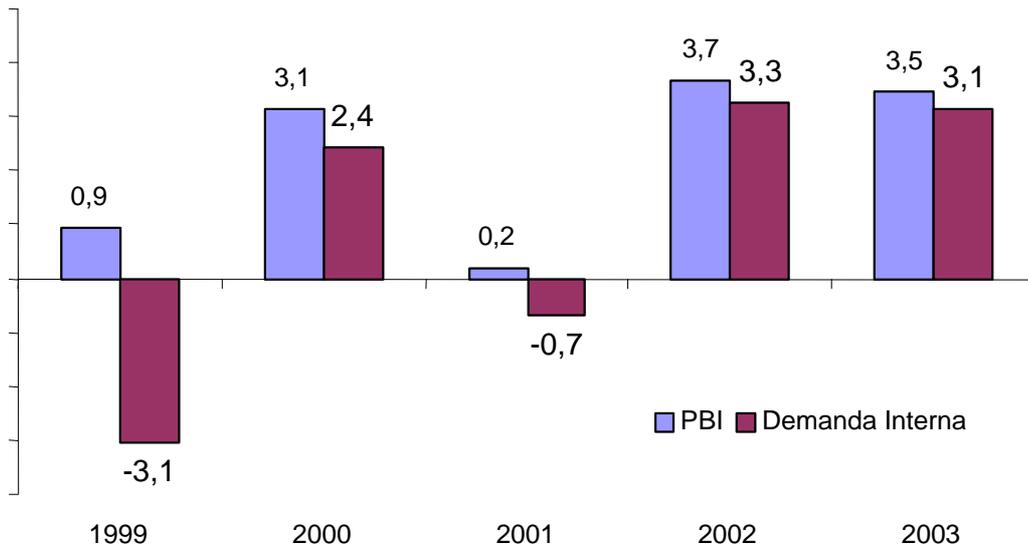
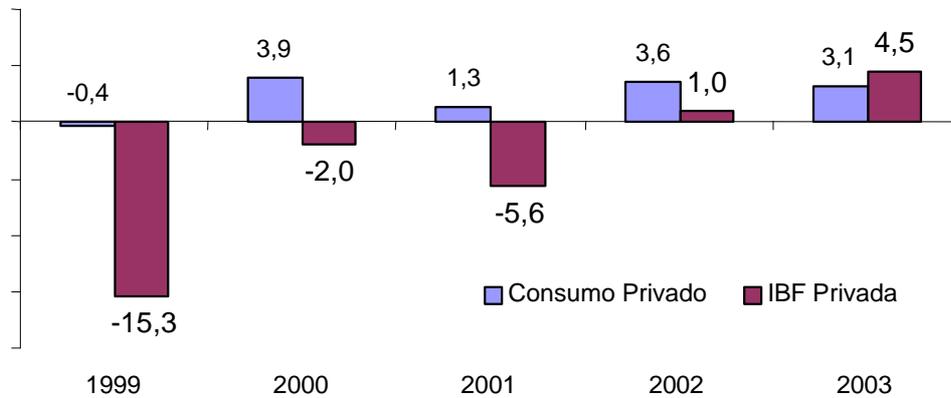


Gráfico No. 17
Consumo e Inversión Privada : 1999-2003
(Variaciones porcentuales reales)



29. La demanda interna se vería apoyada por una expansión del crédito al sector privado. Las tasas de interés serían menores a las de años anteriores, en particular las tasas preferenciales corporativas en moneda nacional, las cuales bajaron de 12 por ciento en promedio durante el año 2001 a 4 por ciento, en lo que va del año 2002. El volumen del crédito al sector privado ha empezado a crecer y se proyecta un incremento de 4,5 por ciento para el próximo año.

Gráfico No. 18
Crédito al Sector Privado

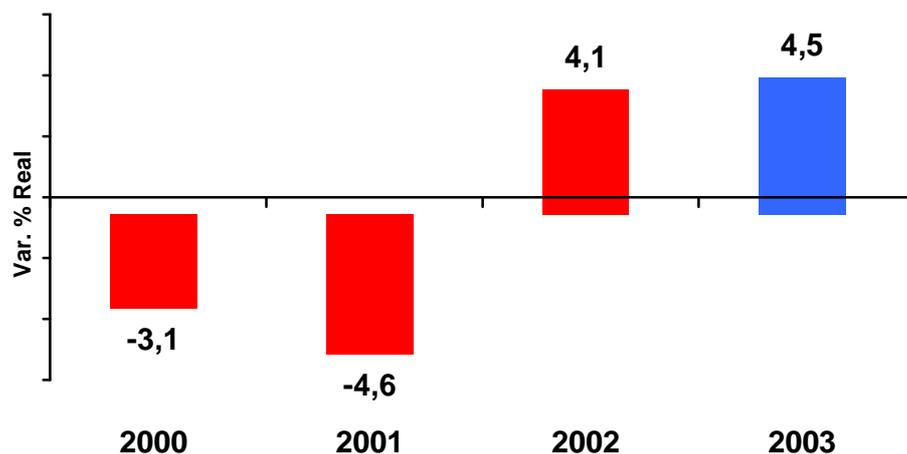
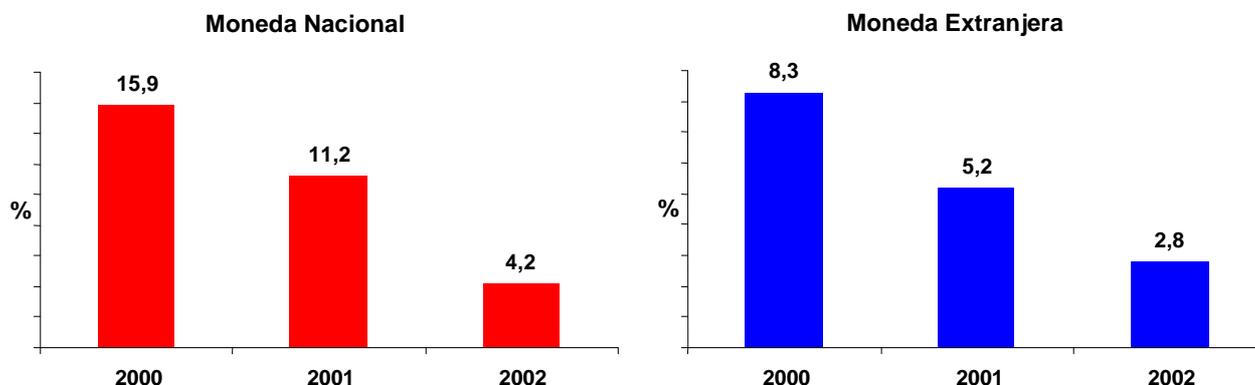


Gráfico No. 19
Tasas de Interés Preferencial Corporativa



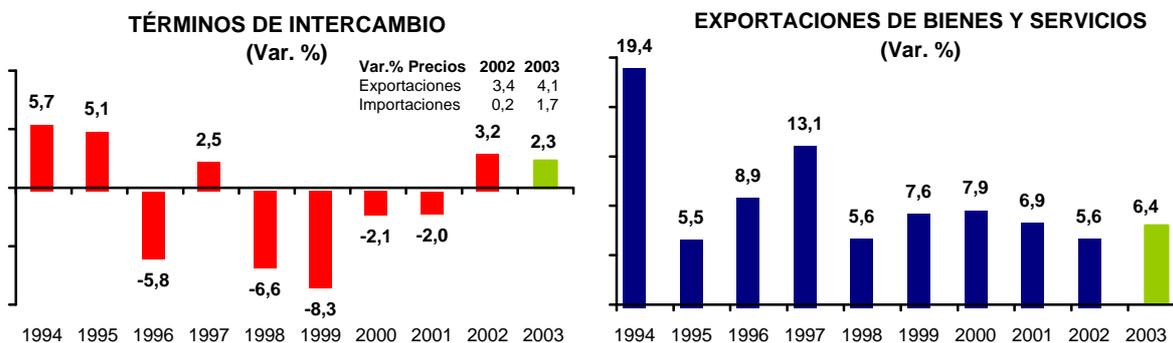
30. La tasa de crecimiento real de las exportaciones se proyecta en 6,4 por ciento en el 2003, por el incremento esperado del volumen exportado de cobre (12 por ciento), de zinc (7 por ciento) y del valor de las exportaciones no tradicionales (15 por ciento).

El crecimiento previsto del volumen embarcado de cobre en el 2003 se explica por el efecto de la nueva planta de óxidos de BHP Billiton Tintaya así como por el reinicio de las operaciones de la mina paralizadas a inicios del 2002. El aumento en los volúmenes exportados de zinc se explican por el efecto base que produce la paralización de algunas de sus unidades mineras en el 2002.

31. La mejora en las exportaciones estaría impulsada también por una evolución favorable de los términos de intercambio de 3,2 por ciento para el 2002 y 2,3 por ciento para el 2003, a diferencia de los cuatro años anteriores en los cuales los términos de intercambio fueron negativos. La mejora de los términos de intercambio se explica por los mayores precios de la harina de pescado y aceite de pescado ante la menor oferta de ambos productos, así como del oro y de la plata. En el caso del oro y la plata, la desalentadora evolución económica mundial así como el riesgo bélico y posibles ataques terroristas han provocado el incremento de la cotización dada su característica de reserva de valor.

Para el 2003 se espera que la recuperación de la demanda mundial favorezca los precios de metales como el cobre, actualmente afectado por el elevado nivel de inventarios que existe en las principales bolsas del mundo y el zinc perjudicado ante la caída en la demanda mundial por el metal que no ha podido ser contrarrestada efectivamente por recortes en la producción. Asimismo, se espera incrementos en las cotizaciones del oro y la plata ante la mayor demanda física esperada para los metales preciosos.

Gráfico No. 20
Precios y Volúmenes de Exportación



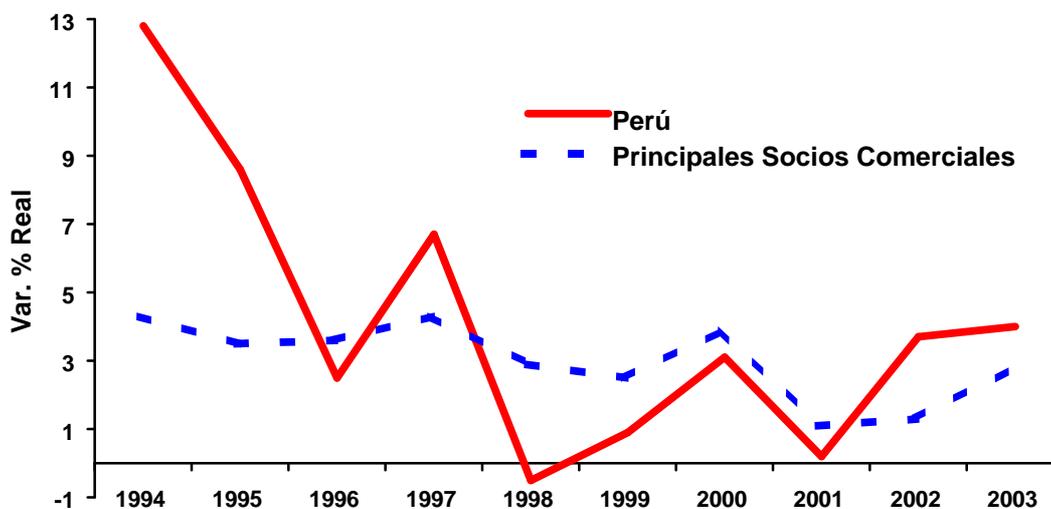
32. La reciente ampliación de la ATPDEA hasta el 2006 incluye dentro de las preferencias comerciales a productos como las prendas de vestir, los cuales estaban sujetos antes del acuerdo a tasas arancelarias que llegaban al 20 por ciento y que ahora entrarían al mercado norteamericano libre de aranceles. Con este acuerdo las exportaciones de estos productos podrían pasar de US\$ 300 millones en el 2001 hasta US\$ 900 millones en el 2006, lo cual implica una crecimiento potencial de 200 por ciento. Para el 2003, del 15 por ciento de crecimiento proyectado de las exportaciones no tradicionales, 6 puntos porcentuales (US\$ 140 millones), corresponderían al efecto de la incorporación de nuevos productos y la extensión del ATPDEA.
33. La recuperación de la economía mundial favorecería también la expansión de nuestra economía. De acuerdo a las últimas proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) publicadas en setiembre, el crecimiento de nuestros principales socios comerciales pasaría de 1,4 por ciento en el 2002 a 2,9 por ciento en el 2003.

Cuadro No. 9
PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DE PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES 1/
(En porcentajes)

	Participación en Comercio Exterior*	2001	Proyección de Setiembre	
			2002	2003
Promedio Socios Comerciales	100	1,2	1,4	2,9
Norteamérica	39	0,3	2,2	2,7
<i>del cual Estados Unidos</i>	34	0,3	2,2	2,6
Europa	24	1,6	1,3	2,3
Asia	16	2,6	3,0	4,3
América Latina	22	1,4	-1,3	2,8
Nota:				
Promedio Mundial		2,2	2,8	3,7

* Ponderado de acuerdo al comercio (excluyendo petróleo) del 2001.
1/ Fuente: World Economic Outlook FMI (Setiembre)

Gráfico No. 21
Crecimiento del PBI: Perú y Socios Comerciales

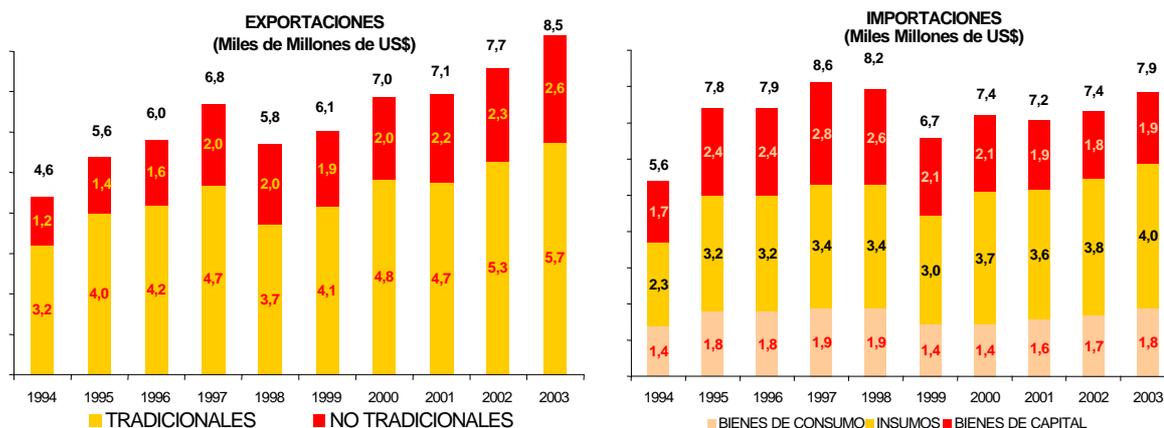


IV Balanza de Pagos

34. En el primer semestre la balanza comercial tiene un superávit de US\$ 58 millones. La balanza comercial mostraría un superávit de US\$ 290 millones en el 2002, sustentado en un crecimiento nominal de las exportaciones de 9 por ciento y de las importaciones en 3 por ciento.

Cuadro No. 10
BALANZA COMERCIAL
(Millones de U.S. dólares)

	2001	2002		2003
		I Sem.	Año	
1. EXPORTACIONES	7108	3558	7713	8545
Productos tradicionales	4743	2447	5270	5746
Productos no tradicionales	2181	1057	2310	2648
Otros	184	54	134	151
2. IMPORTACIONES	7198	3500	7423	7871
Bienes de consumo	1567	809	1688	1814
Insumos	3607	1777	3796	3992
Bienes de capital	1911	873	1845	1928
Otros bienes	113	41	94	138
3. <u>BALANZA COMERCIAL</u>	<u>-90</u>	<u>58</u>	<u>290</u>	<u>674</u>

Gráfico No. 22 ^{1/}

1/ Los Totales no coinciden con la suma de las partes debido a la exclusión de los rubros "Otros" tanto para exportaciones como para importaciones.

35. Para el año 2002 se proyecta un déficit en cuenta corriente de US\$ 1 239 millones (2,2 por ciento del PBI). El saldo acumulado en cuenta corriente del primer semestre fue deficitario en US\$ 641 millones (2,2 por ciento del PBI), US\$ 135 millones menor al registrado en el mismo semestre del 2001.

Las Reservas Internacionales Netas registrarían un incremento de US\$ 1 250 millones en el 2002, un saldo acumulado total de US\$ 9 863 millones al finalizar el año.

El requerimiento financiero de la balanza de pagos en el año 2002 alcanzaría US\$ 4 382 millones; del sector privado por US\$ 2 336 millones y de US\$ 2 046 del sector público no financiero que se cubriría con flujos de capitales del sector privado (US\$ 2 336 millones) y desembolsos de deuda externa (US\$ 2 046 millones). En el 2002 los flujos de financiamiento extranjero al sector privado estarían dirigidos principalmente al sector minero y Camisea (por un total de US\$ 665 millones), lo que se complementa con el financiamiento recibido por Backus (US\$ 657 millones), Tim Perú (US\$ 190 millones) y Banco Wiese (US\$ 150 millones).

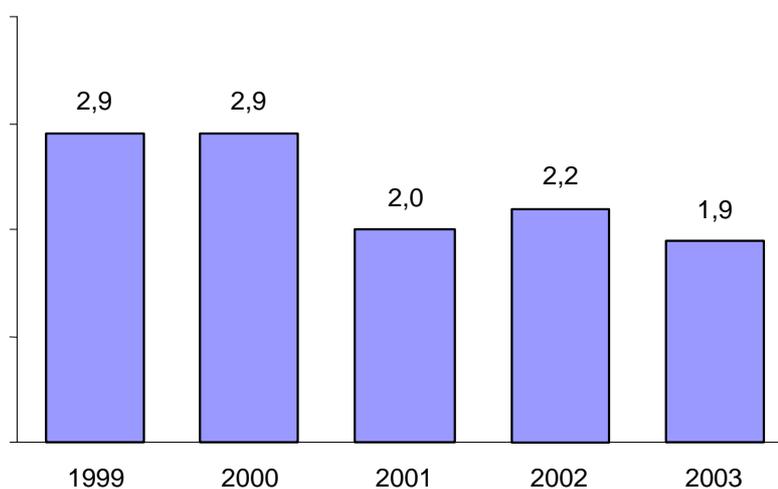
36. Para el 2003 se proyecta un resultado en cuenta corriente de US\$ 1 119 millones (1,9 por ciento del PBI), menor en US\$ 120 millones al del 2002. El superávit comercial sería de US\$ 674 millones, mayor en US\$ 384 millones al del 2002 con un crecimiento proyectado para las exportaciones de 11 por ciento (incremento promedio de precios de 4,1 por ciento) y para las importaciones, de 6 por ciento. De manera similar, en el 2003 los recursos financieros al sector privado estarían orientados principalmente al sector minero y al proyecto de gas de Camisea (US\$ 872 millones)

Cuadro No. 11
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2001	2002		2003
		I Sem	Año	
1. Cuenta Corriente	-1 094	-641	-1 239	-1 119
(% de PBI)	-2,0	-2,2	-2,2	-1,9
2. Amortización total	1 797	979	1 893	1 933
a. Sector Público No Financiero ^{1/}	768	432	937	1 074
b. Sector Privado	1 029	547	956	859
3. Acumulación de RIN	433	513	1 250	70
4. Requerimiento Financiero (= -1+2+3)	3 324	2 133	4 382	3 122
a. Sector Público No Financiero ^{1/}	1 351	910	2 046	1 827
b. Sector Privado	1 973	1 223	2 336	1 295

^{1/} No incluye el efecto de la operación de canje de deuda en febrero del 2002.

Gráfico No. 23
Déficit en Cuenta Corriente
(% del PBI)



37. Las cuentas externas del país están respaldadas por un sólido nivel de reservas internacionales netas que son 1,9 veces mayores al volumen de obligaciones de corto plazo. El monto adeudado del país se mantiene en 51 por ciento del PBI al igual que el servicio de la deuda externa total en 35 por ciento de las exportaciones de bienes y servicios.

Cuadro No. 12
INDICADORES DE VULNERABILIDAD EXTERNA

	2001	2002	2003
Saldo de RIN BCRP (Millones de US\$)	8 613	9 863	9 933
RIN /Deuda a un año (Número de veces) 1/	1,5	1,9	1,9
RIN (Número de meses de importaciones de bienes)	14	16	15
Deuda externa total (% PBI)	51	51	51
Deuda externa total / exportaciones de bienes y servicios (Número de veces)	3,2	3,1	2,9
Deuda pública externa (% PBI)	35	37	37
Deuda pública externa / exportaciones de bienes y servicios (Número de veces)	2,2	2,2	2,1
Servicio de la deuda externa total (% exportaciones de bienes y servicios) 2/	39	35	35
Servicio de la deuda pública externa (% exportaciones de bienes y servicios) 2/	24	22	23

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

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

V Finanzas Públicas

38. Durante el segundo trimestre del año, el resultado fiscal fue deficitario en 1,7 por ciento del PBI, acumulando para el primer semestre del 2002 un déficit de 1,5 por ciento del PBI, en línea con las metas previstas en el Programa Económico. Los requerimientos de financiamiento del sector público ascendieron a US\$ 920 millones los cuales fueron cubiertos con la emisión de bonos domésticos (US\$ 185 millones), desembolsos externos (US\$ 910 millones) y privatización de activos públicos (US\$ 118 millones); acumulándose recursos por US\$ 293 millones.

Cuadro No. 13
Sector Público No Financiero

	2001	2 002		2003
		I Sem.	Año	
Porcentaje del PBI				
I. Ingresos Corrientes	14,1	13,5	14,4	14,7
<i>de los cuales: Ingresos Tributarios 1/</i>	12,0	11,6	11,9	12,6
II. Gastos No financieros	-14,9	-13,5	-14,8	-14,5
III. Otras Entidades Públicas	0,5	0,5	0,2	0,3
IV. Intereses	-2,2	-2,0	-2,1	-2,4
RESULTADO ECONÓMICO (I+II+III+IV)	-2,5	-1,5	-2,3	-1,9
Millones de US\$				
I. Resultado Económico	-1 276	- 418	-1 283	-1 118
II. Amortización total 2/	- 896	- 502	-1 060	-1 432
III. Requerimiento Financiero	2 172	920	2 343	2 550
- Financiamiento Externo	1 318	910	2 011	1 800
- Financiamiento Interno 3/	854	10	333	750

1/ Excluye Impuesto Extraordinario a los Activos del Estado

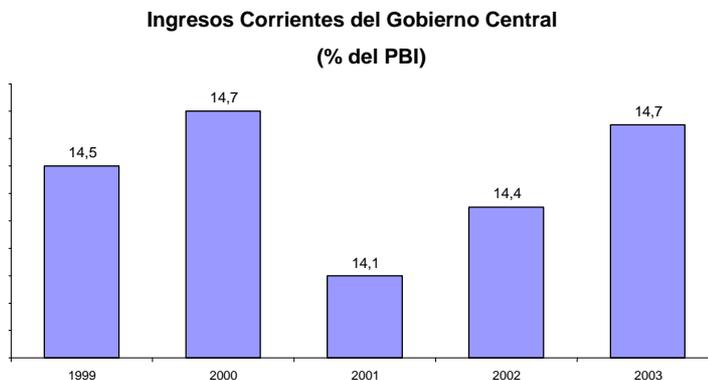
2/ Incluye amortización interna y externa

3/ Incluye participación del sector privado

39. En el segundo trimestre los ingresos corrientes del Gobierno Central se recuperan llegando a representar 13,7 por ciento del PBI, nivel similar al del segundo trimestre del 2001, a pesar de que se tiene un menor promedio arancelario y una menor tasa del Impuesto Extraordinario de Solidaridad (IES). Con ello, se acumula en el semestre un monto de ingresos corrientes equivalente a 13,5 por ciento del PBI, que refleja una caída de 2 por ciento respecto al mismo periodo del año anterior.
40. Los gastos no financieros del Gobierno Central fueron equivalentes a 13,6 por ciento del PBI, nivel menor en 1 por ciento en términos reales a los del mismo trimestre del año anterior, acumulando un nivel equivalente a 13,5 por ciento del PBI en el semestre, que refleja principalmente el aumento de remuneraciones y pensiones otorgado a los servidores del sector público en setiembre del año pasado, compensado por una reducción del gasto de capital de 9 por ciento.
41. Para el segundo semestre del 2002 se prevé una recuperación del nivel de ingresos como consecuencia de la aplicación de medidas de administración tributaria que permitirían mejorar la recaudación del IGV, por el reajuste del ISC a los combustibles y las cervezas, y por ingresos extraordinarios por el pago de la penalidad de Antamina y el impuesto por las ganancias de capital de la transacción de acciones de Backus. Con ello se espera obtener ingresos corrientes por el equivalente anual de 14,4 por ciento del PBI.

Para el 2003 se proyecta obtener ingresos por 14,7 por ciento del PBI, por el efecto de las medidas de administración tributaria aplicadas a partir de agosto del presente año, tales como los sistemas de retención y detracción del IGV, el sistema de percepciones en la cobranza del IGV a los combustibles que además combatirá la insuficiente regulación de este mercado, y los sistemas de retención y cobranza por las compras que realiza el sector público. Además, se considera que la aplicación del tercer sistema de pago a cuenta del impuesto a la renta en base al 1 por ciento de los activos netos de las empresas tenga un efecto importante en la recaudación y sobretodo, en la reducción de la evasión del impuesto a la renta, que incluirá medidas de evaluación de resultados.

Gráfico No. 24



42. El gasto no financiero del gobierno central ascendería a S/. 29,1 mil millones en el 2002 (aumento real de 2 por ciento), de los cuales S/. 24,8 mil millones son gastos corrientes (aumento de 2 por ciento real) y S/. 4,3 mil millones son gastos de capital (reducción de 4 por ciento real). Para el 2003 se estima un crecimiento del gasto no financiero del Gobierno Central de 1,7 por ciento en términos reales, en línea con las estimaciones del proyecto de Presupuesto.
43. El resultado fiscal del 2002 ascendería a 2,3 por ciento del PBI e implica un requerimiento financiero por el equivalente a US\$ 2 343 millones, el cual se cubriría con US\$ 1 990 millones de desembolsos externos, que incluye la colocación de bonos en el mercado externo por US\$ 500 millones en el cuarto trimestre, con el equivalente a US\$ 268 millones de bonos internos y otras fuentes que incluyen ingresos por privatizaciones.

Para el 2003 se proyecta un déficit equivalente a 1,9 por ciento del PBI, lo que implica un requerimiento de financiamiento de US\$ 2 550 millones, monto superior al de este año, debido al calendario pre-existente de amortización de deuda. Esta demanda de financiamiento se cubriría mediante desembolsos de deuda externa por US\$ 1 800 millones, bonos domésticos e ingresos por el proceso de promoción de inversiones. Los desembolsos externos incluyen recursos para el financiamiento de proyectos, préstamos de libre disponibilidad y colocación de bonos soberanos.

Gráfico No. 25
Requerimiento Bruto de Financiamiento del Sector Público
(millones de US\$)

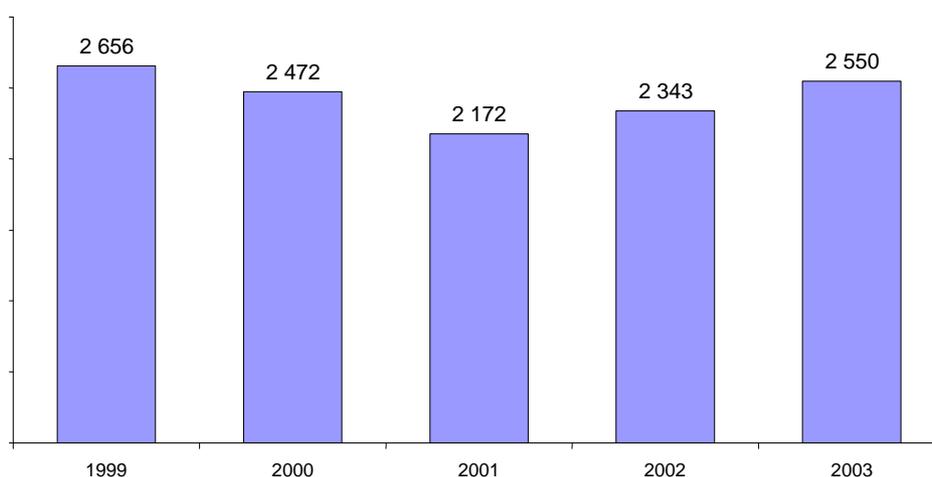
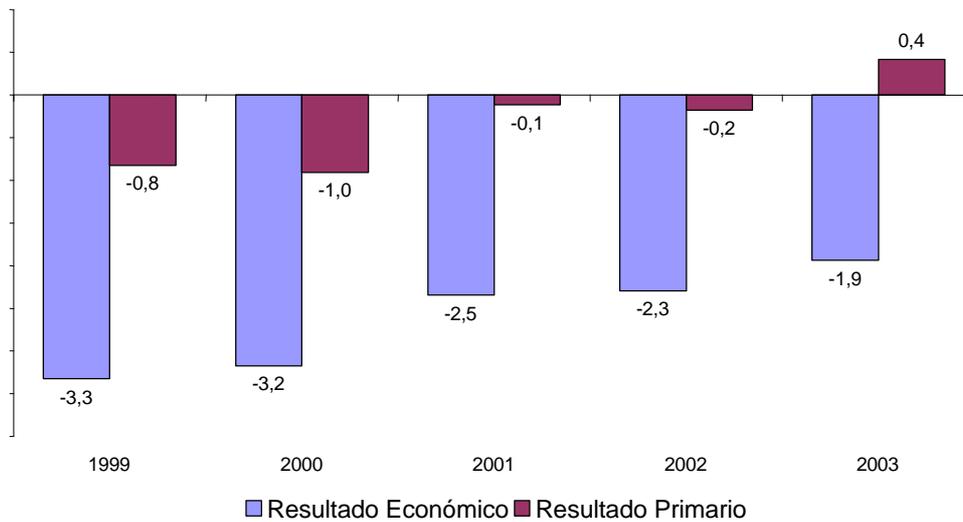


Gráfico No. 26
Operaciones del Sector Público
(% del PBI)



VI Balance de Riesgos y Oportunidades

44. La revisión de los indicadores al primer semestre y el análisis de las perspectivas macroeconómicas internas y externas permiten prever que la tasa de inflación acumulada en el 2002 se ubicará en el rango meta. Sin embargo, es necesario considerar algunos riesgos que podrían ocasionar desvíos respecto a las proyecciones planteadas, los que serán tomados en cuenta en la formulación de la política monetaria.

- Las previsiones de recuperación del ritmo de actividad de Estados Unidos de Norteamérica son cautelosas en consideración de la incertidumbre de los efectos de los precios de activos financieros sobre el nivel y ritmo de gasto del sector privado. En un entorno menos favorable para la actividad productiva mundial, el volumen y precios de productos de exportación registrarían tendencias a la baja y de igual forma habría menor inversión extranjera y flujos de ingresos de divisas.
- El ritmo de reducción de los inlfujos de capitales externos a la región podría acelerarse más, provocando correcciones cambiarias en algunos países. Ante ello, la fortaleza de las reservas internacionales y la posición fiscal coadyuvan a reducir el impacto del contagio desde otras economías.
- La posibilidad de un conflicto armado en Medio Oriente afectaría el volumen de abastecimiento y el precio del petróleo. Ello no sólo afectaría negativamente el nivel de actividad económica mundial (reduciendo nuestras exportaciones), sino que además aumentarían las presiones internas de precios.

- En el campo interno, si las características del Fenómeno del Niño pasaran a un nivel de gravedad, afectaría la oferta de bienes y servicios, ocasionando presiones transitorias en los precios. Asimismo, las finanzas públicas requerirían de recursos para enfrentar la emergencia y la reconstrucción de daños.
 - El mantenimiento de la tendencia favorable del nivel de actividad productiva en el país depende de las condiciones que determinan la inversión privada. En particular, una mayor incertidumbre sobre la legislación económica y sobre las condiciones del financiamiento fiscal afectarían la percepción de los inversionistas.
 - Finalmente, un atraso en los avances para desarrollar y profundizar el mercado local de renta fija, magnificaría el impacto de requerimientos fiscales transitorios y reduciría los avances hacia la desdolarización financiera.
45. La recuperación paulatina de la actividad económica desde el segundo semestre y la estabilidad monetaria y financiera, han permitido distinguir la economía peruana del entorno volátil en la región. La diferenciación es un elemento que refleja además tanto una posición sólida de reservas internacionales, cuanto elementos favorables del futuro económico del país, aspectos que podrían mejorar los estimados presentados en este informe. Entre estos factores podría mencionarse los siguientes:
- Inversiones nuevas a sectores beneficiados por el ATPDEA, en particular el textil y agropecuario.
 - Adelanto de la ejecución de proyectos mineros en un escenario de mayores cotizaciones internacionales.
 - Puesta en marcha anticipada de proyectos de turismo porque nuestros destinos se tornan más atractivos que otros en un contexto de riesgos crecientes.
 - Desarrollo de un ambiente de negocios favorable en las nuevas regiones, que impulsen la inversión.
 - Definición y desarrollo de proyectos de inversión y concesión de infraestructura y servicios.
 - En el ambiente externo, la posibilidad de un crecimiento sincronizado en todas las economías, definiría una nueva etapa de expansión global.

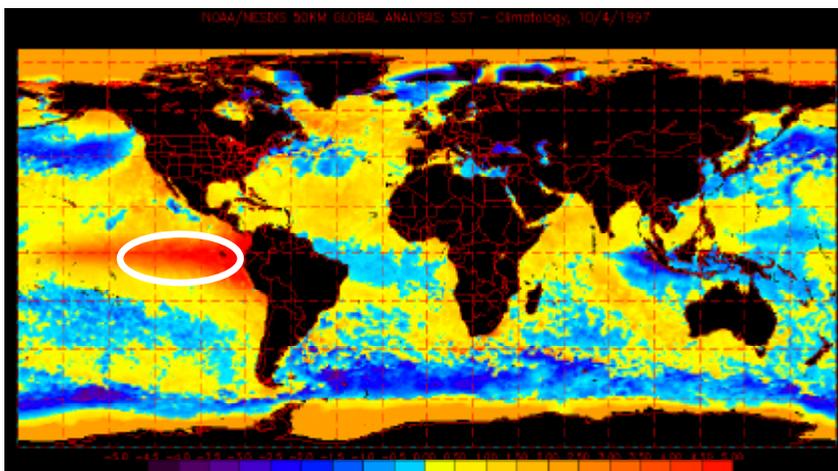
VII Conclusiones

46. El manejo de la política monetaria con un esquema de Metas Explícitas de Inflación ha contribuido a revertir la tendencia que existía a la caída de los precios en la economía, sin poner en peligro la estabilidad monetaria futura.
47. En el presente año, factores exógenos han tenido diferentes impactos sobre la evolución de la inflación. Así por ejemplo, condiciones climáticas favorables y una expansión en la oferta de algunos productos, fueron factores internos que indujeron a una caída en los precios de los alimentos. De otro lado, han sido factores externos, como el aumento de los precios internacionales del petróleo crudo y de productos agrícolas, como el trigo, los que, han provocado un alza en el nivel de precios. Por último, la incertidumbre que afectó los países latinoamericanos, que causó una depreciación de sus monedas, tuvo en nuestro caso un efecto limitado sobre los precios al consumidor, en la medida que el efecto depreciación-inflación es relativamente bajo.
48. En este Reporte de Inflación se han mostrado las proyecciones del Banco Central, señalándose la tendencia a que la inflación en el 2003 se encuentre en el rango meta 2,5 por ciento con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo. En este entorno, los indicadores de actividad y de demanda interna apuntan a una recuperación sostenida pero moderada en este y el próximo año, lo cual es compatible con un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos cercano a 2 por ciento del PBI. Asimismo, destacan las exportaciones como factor de impulso de la producción y como elemento explicativo de un superávit en la balanza comercial por segundo año consecutivo.
49. Un factor importante que podría afectar el desarrollo de la actividad económica es el Fenómeno del Niño. Sin embargo, las proyecciones vigentes muestran que la intensidad de dicho evento sería entre débil y moderada, con efectos menores que los ocurridos en el año 1997.
50. La experiencia reciente de turbulencia en los mercados cambiarios y monetarios de la región, en especial alrededor del periodo pre-electoral en Brasil, han ratificado la solidez financiera de la economía peruana. Las acciones del Banco Central en este entorno sirvieron para moderar la volatilidad cambiaria, lográndose que la tasa de interés interbancaria se aproxime en un plazo breve a los niveles indicados por las tasas de interés de referencia de la política monetaria.

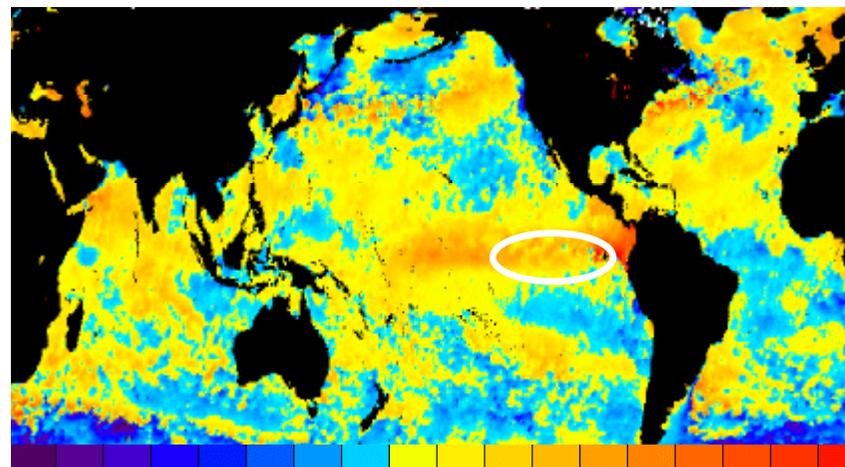
Considerando los niveles vigentes: 3 por ciento para depósitos overnight y 4,75 por ciento para facilidades de liquidez del BCR, se prevé que la tasa de inflación se ubique, en el período de análisis, dentro del rango meta de la política monetaria. En caso se observe desviaciones con respecto a la meta inflación, el Banco Central adoptaría oportunamente medidas de contingencia ya previstas.

Gráfico No. 27 Temperatura Oceánica

Octubre 1997



Octubre 2002



Niño débil a moderado

Fuente: Administración Nacional Oceanográfica y Atmosférica (NOAA).

ANEXO
Principales Diferencias de las Proyecciones del Reporte de Inflación
Setiembre, Junio y del Programa Monetario

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

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