

ENERO 2002

# Programa Monetario para el año 2002

---

Banco Central de Reserva del Perú  
Jirón Antonio Miró Quesada 445, Lima-1  
Teléfono: 427-6250 • Fax: 427-5880  
Correo electrónico: [webmaster@bcrp.gob.pe](mailto:webmaster@bcrp.gob.pe)  
Página web: [www.bcrp.gob.pe](http://www.bcrp.gob.pe)

---

# Contenido

## Resumen

1. Antecedentes
  2. Características del Esquema de Meta Explícita de Inflación
  3. Adopción del Esquema de Meta Explícita de Inflación
  4. Canales de transmisión de la política monetaria
  5. Proyección e indicadores de inflación
  6. Balance de riesgos
-



## Resumen

Desde el presente año, el Banco Central de Reserva del Perú adopta un esquema de **Meta Explícita de Inflación**. Por ello, el Directorio del BCR ha aprobado una meta de inflación acumulada a diciembre de 2,5 por ciento, con un margen de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo.

Para el cumplimiento de esta meta, todos los meses el Banco aprobará y difundirá un rango para la liquidez en las cuentas corrientes de la banca en el BCR, así como las tasas de interés de sus operaciones; con lo cual se orientará la evolución de la tasa de interés interbancaria. Estas decisiones responderán a una evaluación de un conjunto de indicadores de inflación futura, entre los que se cuenta a las encuestas de expectativas, el nivel de actividad productiva, la demanda por los distintos componentes de la liquidez monetaria y el tipo de cambio. De esta manera, el Banco graduará el volumen de liquidez de la banca para evitar presiones inflacionarias o deflacionarias, promoviendo así un nivel adecuado de actividad económica.

Un elemento integral de este esquema consistirá en dar más transparencia a la política monetaria, por lo cual se publicará cada cuatro meses, en enero, mayo y setiembre, un informe de la evolución del programa monetario en el que se expondrá los desarrollos y perspectivas de la política monetaria.



## Política Monetaria para el año 2002

**El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú, ha aprobado que la política monetaria para el año 2002 se guíe por una tasa de inflación acumulada a diciembre igual a 2,5 por ciento, más un rango de 1 punto porcentual hacia arriba y hacia abajo.**

### 1. Antecedentes

Hasta el año 2001, la conducción monetaria se ha basado en la aprobación de **metas operativas** para el volumen de liquidez disponible de la banca, con el fin de lograr cumplir una meta de crecimiento de la **emisión primaria**. Esta meta quedaba fijada en el Programa Monetario anual tomando en cuenta los determinantes de la demanda monetaria, con lo cual se fijaba un incremento de la emisión primaria consistente con un rango objetivo de la inflación del año. En este sentido, la tasa de crecimiento de la emisión primaria se consideraba una **meta intermedia** entre la meta operativa de liquidez bancaria y el objetivo de inflación; y como tal se le estimaba relevante para anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos.

### 2. Características del Esquema de Meta Explícita de Inflación

A inicios de la década de los noventa, algunos bancos centrales adoptaron un esquema de **Meta Explícita de Inflación**, con la finalidad de que sus decisiones referidas a la meta operativa de la política monetaria se relacionen directamente con el incremento de precios en la economía. Para anclar las expectativas de inflación del público, estos bancos centrales anuncian una meta de inflación y cuentan con una estrategia de comunicación para transmitir las acciones que se adoptan para alcanzar dicha meta.



Las principales características del esquema de Meta Explícita de Inflación son:

- i. Anuncio de una meta de inflación.
- ii. Contar con autonomía para manejar una meta operativa que el Banco Central modifica discrecionalmente en función de un análisis integral de las previsiones de las fuerzas o presiones que afectan el nivel de precios. Este instrumento puede ser la liquidez en la cuenta corriente de la banca en el BCR o la tasa de interés de corto plazo.
- iii. El manejo de la meta operativa se orienta al logro de la meta de inflación y no de otra variable nominal como podría ser un agregado monetario o el nivel del tipo de cambio. Por ello, este esquema es sólo compatible con la flotación cambiaria.
- iv. Transparencia sobre los objetivos y decisiones monetarias del Banco Central.

### **3. Adopción del Esquema de Meta Explícita de Inflación**

El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú ha aprobado que la política monetaria siga un esquema de **Meta Explícita de Inflación**, en el cual las decisiones sobre la meta operativa de la política monetaria se sustentarán en la evaluación integral de los determinantes de la inflación, para lo cual se considerará encuestas de expectativas de inflación, el incremento de agregados monetarios, la evolución de la actividad económica y el tipo de cambio, principalmente. Así por ejemplo, ante una situación de demanda agregada débil que presione a la inflación por debajo del nivel meta, la política monetaria respondería con una postura expansiva; y en caso que condiciones de un crecimiento excesivo del gasto macroeconómico ponga en peligro la meta de inflación, la autoridad monetaria adoptaría una postura contractiva.



La **meta** de inflación aprobada es de 2,5 por ciento con un margen de 1 punto porcentual hacia arriba y hacia abajo.

Las decisiones de política monetaria orientadas al logro de la meta de inflación se tomarán y difundirán el primer jueves de cada mes. Las mencionadas decisiones se continuarán refiriendo a la **meta operativa** para el rango del saldo promedio mensual de la liquidez de la banca en sus cuentas corrientes en el Banco Central, así como las tasas de interés activas y pasivas de las operaciones del BCR con la banca. Por medio de estas acciones monetarias el Banco influye en el nivel de la tasa de interés interbancaria. Se mantendrá la disposición, por la cual en casos excepcionales en que el mercado interbancario tiene tasas de interés mayores a la de préstamos de liquidez del instituto emisor, el Banco Central empleará en este caso la tasa de mercado para sus operaciones. De esta manera se asegura que la liquidez que provee el instituto emisor no validará cambios abruptos de expectativas de corto plazo.

Cabe mencionar que la trayectoria creciente de la meta operativa a partir del segundo semestre del 2001, así como la paulatina reducción de las tasas de interés de referencia para las operaciones monetarias del Banco Central con los bancos, contribuyeron a una disminución continua de la tasa de interés interbancaria en ese período, luego del aumento que experimentara durante el lapso del proceso electoral. De esta manera, la tendencia de la tasa de interés interbancaria fue decreciente, alcanzando en diciembre un nivel de 3,1 por ciento. En línea con lo anterior, las tasas de interés de préstamos en moneda nacional registraron también una clara tendencia decreciente en el segundo semestre. Así, la tasa de interés preferencial corporativa bajó de 13,2 por ciento en junio a 5,0 por ciento en diciembre.

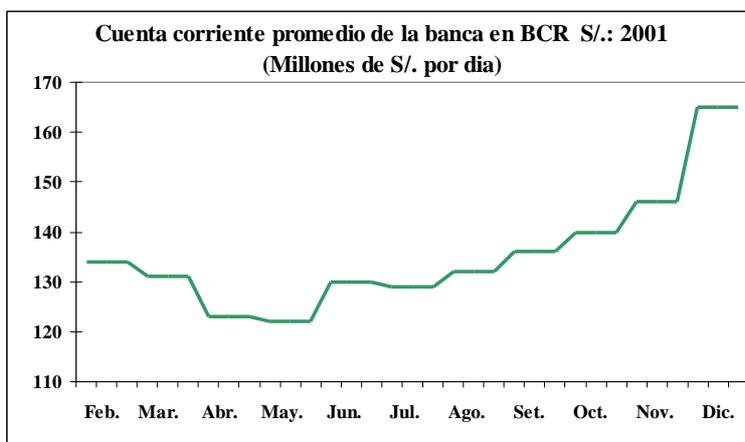
Para el cumplimiento de los rangos mensuales de liquidez de la banca, el BCR cuenta con instrumentos para inyectar y retirar soles del mercado. Entre los primeros se cuenta a la compra temporal de Certificados de Depósitos del BCR y de moneda



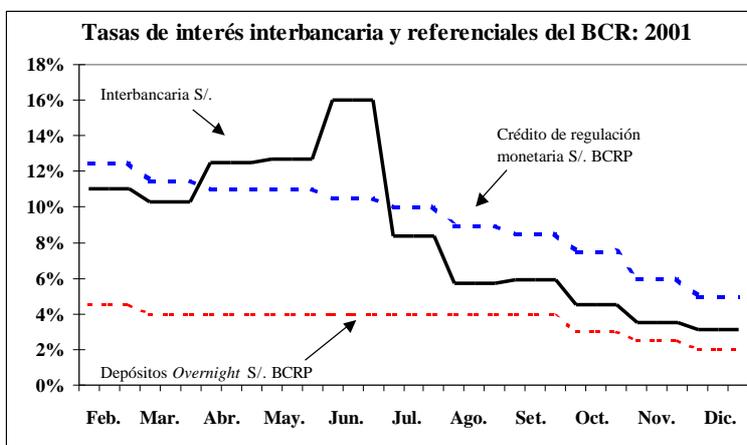
## BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

extranjera, los créditos por regulación monetaria, y compras de moneda extranjera en el mercado al contado. Entre las operaciones para retirar liquidez se encuentran las subastas de Certificados de Depósitos del BCR, depósitos *overnight* en el BCR y ventas de moneda extranjera en el mercado al contado.

La **difusión** a tiempo de las decisiones de política monetaria y de las previsiones que las sustentan favorece que las expectativas de los agentes económicos tomen en cuenta esta información. Por ello, se publicará cada cuatro meses, en los meses de enero, mayo y setiembre, un informe del programa monetario en el que se expondrá los desarrollos y perspectivas del manejo monetario. Asimismo, el primer jueves de cada mes se difundirá una Nota Informativa sobre las decisiones de política monetaria.



*....Desde el segundo semestre del 2001, el incremento de la meta operativa de la liquidez disponible de la cuenta corriente de la banca en el BCR y la disminución de las tasas de interés de las operaciones del BCR han permitido una continua reducción de la tasa de interés de los créditos interbancarios.*

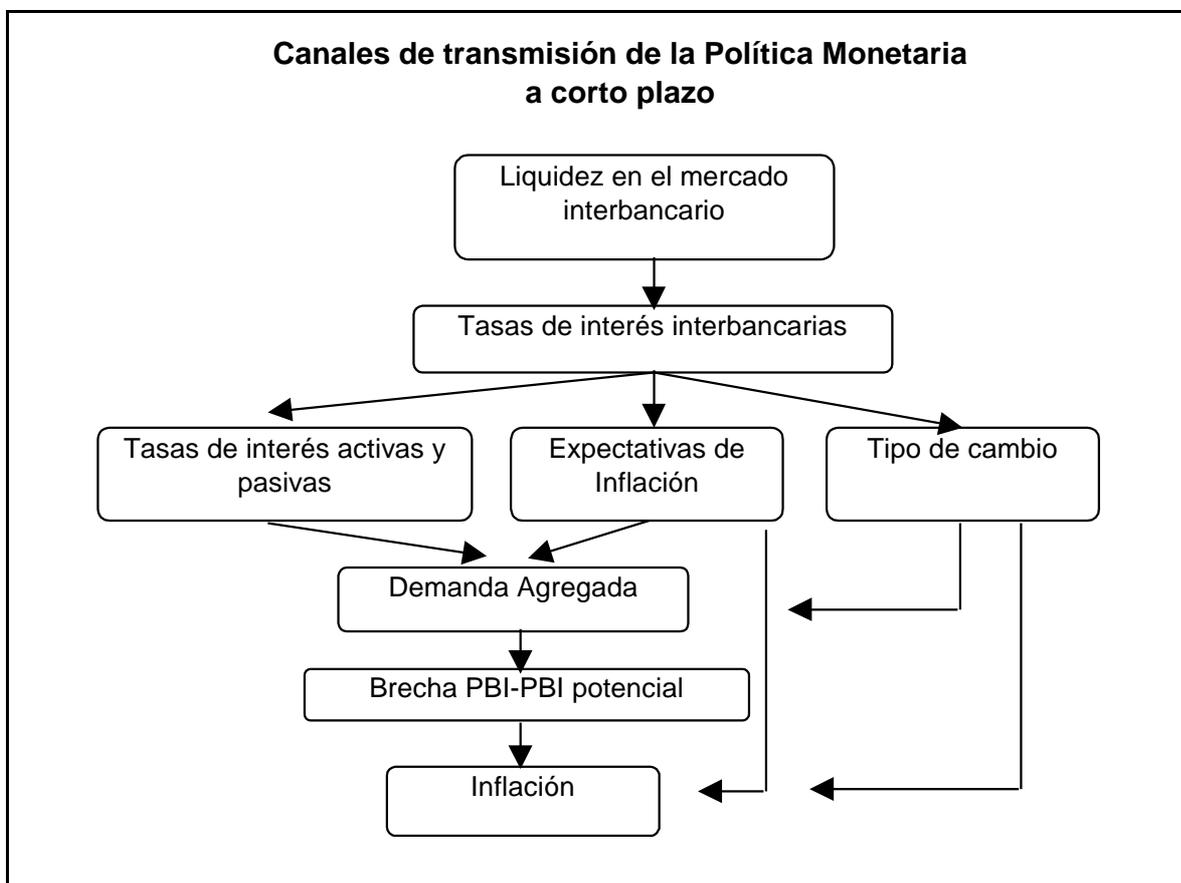




#### 4. Canales de transmisión de la política monetaria

Las operaciones monetarias del Banco Central afectan en el corto plazo a la disponibilidad de liquidez de las empresas bancarias y de esta manera a la tasa de interés de mercado de fondos interbancarios en moneda nacional. La manera como estos cambios afectan al ritmo de actividad y determinan la tasa de inflación es descrita por distintos canales de transmisión:

- El canal de **tasas de interés** describe como los cambios en las tasas de interés nominales afectan las decisiones de gasto de consumo e inversión del sector privado y por este camino a la demanda de bienes y servicios.
- El canal de **expectativas de inflación** consiste en el efecto de cambios en estas expectativas en la formación de precios de los agentes económicos y también en los niveles reales de tasas de interés, que son las relevantes para las decisiones de consumo e inversión.
- El canal de **tipo de cambio** afecta a la demanda agregada en dos sentidos opuestos: de un lado, los cambios que producen en los precios de los exportadores y de los productores para el mercado interno (efecto expansivo); y del otro, el efecto riqueza debido a la dolarización financiera de las deudas privadas (efecto contractivo). Asimismo, existe también un efecto directo de modificaciones en el tipo de cambio sobre la tasa de inflación, por la participación de bienes transables dentro de la canasta de consumo sobre la que se mide el Índice de Precios al Consumidor.



El presente Programa Monetario contiene proyecciones que se basan en los canales de transmisión antes reseñados. Sin embargo, a lo largo de la ejecución del Programa, se pueden presentar imprevistos que podrían afectar los canales de transmisión y poner en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación anunciada. Se pueden presentar tres tipos de imprevistos: financieros, de demanda agregada y de inflación.

- El primer tipo influye sobre todo en las expectativas de los agentes, alterando las tasas de interés, el tipo de cambio y las expectativas de inflación, ante lo cual el mantenimiento de una meta operativa para el rango de la liquidez disponible en los bancos permite contener la volatilidad financiera.



- El segundo tipo de imprevistos afecta a la actividad económica, como por ejemplo una desaceleración de la demanda mundial, ante lo cual la reacción de la política monetaria debe considerar los efectos en la brecha entre el crecimiento del PBI y su nivel potencial.
- El tercer orden de imprevistos impacta directamente sobre la tasa de inflación, como por ejemplo un cambio en los precios internacionales de combustibles. En determinadas circunstancias, el efecto en los precios al consumidor de algunos imprevistos se pueden dar por una sola vez, sin repercusiones permanentes en la tasa de inflación, lo cual no ameritaría un cambio en la postura de la política monetaria.

## 5. Proyección e indicadores de inflación

El escenario macroeconómico base del año 2002 es compatible con la meta de inflación de 2,5 por ciento más un rango de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo. La inflación acumulada en el 2001 fue negativa en 0,1 por ciento, lo que se explicaría por la caída de la demanda interna en 1,2 por ciento, la reducción del tipo de cambio en 2,4 por ciento y por la caída de los precios internacionales de combustibles en 34 por ciento. La meta de inflación del año 2002 se sustenta en:

- Las encuestas de expectativas de inflación para el año 2002 a las entidades financieras y no financieras muestran que la inflación se ubicaría en 2,2 y 2,5 por ciento, respectivamente

**Encuesta de Expectativas Macroeconómicas 2002**

	Empresas	
	Financieras	No Financieras
Crecimiento anual del PBI	3,0%	3,0%
Tipo de cambio a diciembre	3,52	3,58
Depreciación acumulada	2,3%	4,1%
Inflación acumulada a diciembre	2,2%	2,5%



## BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

- La demanda interna tendría una recuperación sostenida a lo largo de 2002. La política monetaria es compatible con una recuperación de la actividad productiva, con un crecimiento real del PBI de 3,5 por ciento y de la demanda interna de 3,4 por ciento. Las acciones de política fiscal y las menores tasas de interés que se vienen registrando en particular desde el cuarto trimestre de 2001, en un entorno de mayor estabilidad política, favorecen la recuperación del gasto de consumo e inversión del sector privado. Estas acciones, al ser acompañadas por el desarrollo de proyectos de inversión importantes como el de extracción, transporte y distribución del gas de Camisea y de los vinculados a las privatizaciones y concesiones de infraestructura y servicios planeadas para el 2002, serán determinantes para el crecimiento de la inversión del sector privado.

El entorno internacional desfavorable, en particular luego de los eventos del 11 de setiembre, ha desacelerado el incremento del volumen de exportaciones y la evolución de los precios internacionales de los productos de exportación. Sin embargo, el inicio de las exportaciones de la empresa Antamina en agosto del 2001 explica 5,2 puntos del incremento en 10,5 por ciento de las exportaciones y 1,0 punto del crecimiento del PBI anual del 2002.

- El tipo de cambio nominal aumentaría 2,6 por ciento en el año. El tipo de cambio esperado en las encuestas a empresas financieras implica un incremento acumulado anual de 2,3 por ciento. En el 2001, el tipo de cambio se apreció en 2,4 por ciento por efecto principalmente de la disminución del volumen neto de operaciones de venta de dólares forward por las empresas bancarias, reflejo de una mayor estabilidad política. El saldo de estas operaciones bajó de US\$ 1 121 millones en julio a US\$ 834 millones al final del año.
- El precio de los combustibles se recuperaría en el año 2002, con lo que se revertiría el descenso que experimentó en el año 2001 y que contribuyó al desvío de la tasa de inflación respecto



de la meta anunciada. Cabe precisar que de la disminución acumulada del IPC en 0,1 por ciento en el año 2001, la reducción de los precios internos de los combustibles significó 0,6 puntos porcentuales de la tasa de inflación.

- Agregados monetarios:
  - i. El saldo promedio de la **emisión primaria** crecería 7,0 por ciento en el año 2002. Esta proyección parte de un crecimiento del PBI nominal de 4,5 por ciento (crecimiento del PBI real de 3,5 por ciento), una disminución de la velocidad de circulación monetaria de 6,3 por ciento, con lo que se profundizaría la confianza en el sol, y un incremento del multiplicador bancario de 4,2 por ciento.
  - ii. El saldo fin de período de la **liquidez** total del sistema bancario crecería 6,7 por ciento, en tanto que el de la liquidez en soles lo haría en 9,0 por ciento, esto es, se proyecta que se mantendría el mayor crecimiento por la demanda en moneda nacional debido a la persistencia de condiciones de estabilidad financiera.
  - iii. El **crédito al sector privado** en moneda extranjera aumentaría 4,1 por ciento a fin de período. El crédito en soles registraría una importante recuperación y cerraría el año con un crecimiento de 11,0 por ciento. Así, se espera que el mayor dinamismo de la actividad económica permita revertir la tendencia contractiva del crédito al sector privado registrado en los últimos 3 años.

Cabe precisar que la recuperación sostenida del crédito requiere modificaciones en aspectos institucionales que aseguren la ampliación en el número de sujetos de crédito como son los vinculados a la posibilidad de establecer garantías eficaces para los créditos, facilitar la recuperación patrimonial de las empresas y desarrollar el mercado de capitales.

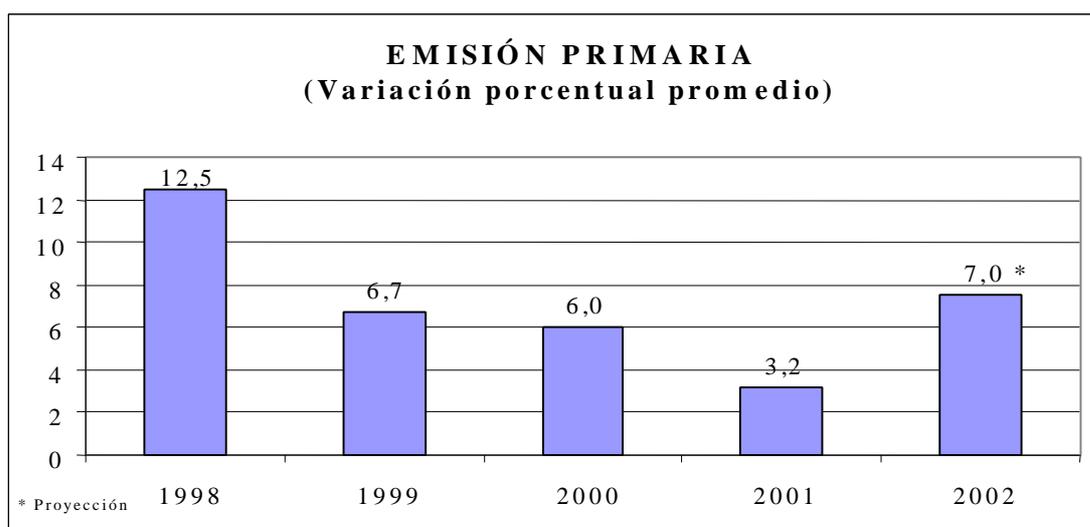


## BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

### INDICADORES DE INFLACIÓN

	2000	2001	2002
1. a. Tasa de inflación acumulada IPC	3,7	-0,1	2,5
b. Tasa de inflación acumulada subyacente	3,2	0,7	2,5
2. Variación anual de la demanda interna	2,4	-1,2	3,4
a. Consumo privado	3,9	1,2	2,8
b. Consumo público	5,1	-0,2	3,4
c. Inversión bruta fija privada	-2,0	-6,1	4,9
d. Inversión bruta fija pública	-15,4	-19,1	9,6
3. Variación anual del PBI real	3,1	-0,1	3,5
4. Tipo de cambio nominal			
a. Nivel	3,52	3,44	3,52
b. Variación anual 12 meses	1,0	-2,4	2,5
5. Términos de intercambio (Var% 12 meses)			
a. Índice de términos de intercambio	-0,5	-2,9	1,2
b. Índice de precios de exportación	4,9	-7,1	1,8
c. Índice de precios de importación	5,3	-4,3	0,6
d. Precio de combustibles <sup>1/</sup>	57,0	-34,5	34,8
6. Variación promedio anual de agregados monetarios			
a. Emisión primaria	6,0	3,2	7,0
b. Liquidez en moneda nacional	5,9	6,9	11,5
7. Variación acumulada del crédito al sector privado			
a. En moneda nacional	0,9	1,9	11,0
b. En moneda extranjera	-4,5	-2,7	4,1

1/ Corresponde al precio del petróleo crudo importado.





## 6. Balance de riesgos

Las condiciones reales, financieras y monetarias presentadas permitirían cumplir la meta de inflación. Sin embargo, se podrían presentar diferentes escenarios que dificulten alcanzar dicha meta entre los que se pueden citar:

- Rezago en la recuperación del gasto del sector privado por un deterioro en sus expectativas de ingresos, que implique presiones deflacionarias, lo que ameritaría la adopción de una postura monetaria más flexible, tomando en cuenta la evolución de la brecha del PBI con respecto a su nivel potencial.
- Demora en la recuperación de la economía norteamericana. Esta situación afectaría el volumen de exportación, los precios de los productos transables y los flujos de capitales privados de inversión. En esta eventualidad, el esquema de flotación cambiaria vigente permitiría un ajuste real en el tipo de cambio. Si a pesar del ajuste cambiario predominan las presiones deflacionarias resultaría pertinente la adopción de una política monetaria flexible.
- Acciones que pongan en riesgo la sostenibilidad de las cuentas fiscales. En este evento, las tasas de interés para préstamos se elevarían por la restricción de financiamiento para el sector privado y por el impacto negativo en la percepción de la estabilidad macroeconómica.
- Un influjo importante de capitales externos de corto plazo podría generar presiones de demanda, ante lo cual la esterilización monetaria podría actuar aunque con el limitante eventual de una elevación de las tasas de interés. Por ello, la coordinación macroeconómica en este caso, requeriría la adopción de una posición fiscal más austera, que de campo al mayor gasto privado. Esta reacción además evitaría una pérdida de competitividad externa, originada por los influjos de capitales.