



**BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ**

# Reporte de Inflación: Evolución y Perspectivas

**Junio 2002**

## CONTENIDO

I	Antecedentes .....	3
II	Inflación y Tipo de Cambio .....	3
III	Producción, Ingresos y Demanda .....	12
IV	Actividad Productiva Mundial .....	17
V	Balanza de Pagos .....	18
VI	Finanzas Públicas .....	21
VII	Meta Operativa de la Política Monetaria y Tasas de Interés .....	23
VIII	Moneda y Crédito .....	28
IX	Conclusiones y Balance de Riesgos .....	32

## Reporte de Inflación: Evolución y Perspectivas

**El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú ha revisado las perspectivas macroeconómicas del año 2002, las que apuntan al cumplimiento de una meta de inflación del año: 2,5 por ciento más un rango de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo. Además, anuncia que ésta será la meta de inflación que dirigirá la gestión monetaria desde el año 2003.**

### I ANTECEDENTES

- En el Programa Monetario para el año 2002, publicado en enero del presente año, se anunció que el Banco Central conduciría la política monetaria empleando un esquema de metas explícitas de inflación. En esta dirección, se divulgó que las acciones de política monetaria del presente año se orientarían por una meta de inflación de 2,5 por ciento, con una tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo. Con este manejo se ha buscado primordialmente alejar los peligros de una caída continua y generalizada de los precios (deflación), manteniendo, una vez logrado este objetivo, el compromiso permanente de evitar la disminución del poder adquisitivo de la moneda.

### II INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO

- La inflación acumulada entre enero y junio del 2002 fue 0,6 por ciento. Los principales bienes y servicios que explican este incremento fueron: huevos, legumbres frescas, cebolla, otras hortalizas y servicios de educación. Ello fue contrarrestado por la caída en los precios de: carne de pollo, cítricos, papa, arroz y tarifas telefónicas.

Cuadro 1  
INFLACIÓN: ENERO-JUNIO 2002  
(Variación porcentual)

PRODUCTOS QUE SUBIERON MÁS			PRODUCTOS QUE BAJARON MÁS		
Rubros	Variación porcentual	Aporte (Puntos porcentuales)	Rubros	Variación porcentual	Aporte (Puntos porcentuales)
Huevos	34,6	0,26	Carne de pollo	-8,8	-0,35
Legumbres frescas	40,6	0,17	Cítricos	-32,7	-0,22
Cebolla	36,9	0,16	Papa	-9,0	-0,14
Otras hortalizas	23,4	0,15	Arroz	-2,7	-0,06
Matrícula y pensión	2,4	0,12	Teléfonos	-4,4	-0,06
<b>Total</b>		<b>0,86</b>	<b>Total</b>		<b>-0,83</b>

- El componente subyacente del Índice de Precios al Consumidor excluye a los rubros alimentos que presentan la mayor variabilidad en sus precios, con lo que se obtiene un indicador de tendencia representativa de los precios al consumidor. Este indicador registró un incremento de 0,3 por ciento en el primer semestre, lo cual muestra un menor riesgo de deflación.

**Cuadro 2**  
**INFLACIÓN**  
**(Variación porcentual)**

	Ponderación	2001	Acumulado Junio 2002
<b>I. <u>ÍNDICE SUBYACENTE</u></b>	<b><u>68,3</u></b>	<b><u>1,06</u></b>	<b><u>0,31</u></b>
<b>Bienes</b>	<b>41,8</b>	<b>0,66</b>	<b>-0,01</b>
Alimentos y bebidas	20,7	-0,60	-0,95
Textil y calzado	7,6	1,94	0,65
Resto de bienes industriales	13,5	2,19	1,07
<b>Servicios</b>	<b>26,6</b>	<b>1,65</b>	<b>0,83</b>
Comidas fuera del hogar	12,0	1,29	0,36
Educación y salud	6,4	3,78	2,24
Resto de servicios	8,1	1,37	0,41
<b>II. <u>ÍNDICE NO SUBYACENTE</u></b>	<b><u>31,7</u></b>	<b><u>-2,82</u></b>	<b><u>1,26</u></b>
Alimentos	14,8	-1,16	1,59
Combustibles	3,9	-13,14	5,14
Transportes	8,4	-0,02	-0,67
Servicios públicos	4,6	-2,73	0,35
<b>III. <u>IPC</u></b>	<b><u>100,0</u></b>	<b><u>-0,13</u></b>	<b><u>0,62</u></b>

- En el caso de alimentos y bebidas, se observaron disminuciones de precios de los alimentos, particularmente de los alimentos procesados, así como de las bebidas (-0,9 y -1,5 por ciento, respectivamente). Entre los alimentos, destacaron la reducción de precios de arroz (-2,7 por ciento), fideos (-1,5 por ciento), aceites (-1,5 por ciento) y carne de res (-1,3 por ciento). En el caso del arroz, la reducción del precio se explica por el incremento de la producción nacional (15 por ciento en enero-mayo con respecto al mismo período del año anterior), mientras que en los casos de fideos y aceites, las reducciones de precios están asociadas a la fuerte competencia.

La reducción de precios de carne de res se explica por el mayor abastecimiento (15 por ciento en el período enero-mayo con respecto al mismo período del año anterior). De otro lado, cabe mencionar que el pan y la leche evaporada no registraron variación de precios en el semestre.

La reducción del precio de bebidas se explica por la correspondiente disminución en el precio de la cerveza (-4,7 por ciento), por efecto de la rebaja del impuesto selectivo al consumo a fines del 2001, lo que habría contribuido a su vez a mayores ventas estimadas por las empresas. Esta reducción fue parcialmente contrarrestada por los mayores precios de las bebidas gaseosas (1,9 por ciento).

- Los precios del rubro textil y calzado aumentaron 0,7 por ciento en el primer semestre del año. En el caso de los productos textiles, se observó un mayor ritmo de incremento de precios en los meses

correspondientes a cambios de estación (enero y junio) e inicio del año escolar (abril). En particular, cabe mencionar: colcha y cubrecama (1,3 por ciento), ropa para hombres y niños (0,9 por ciento), ropa para bebés (0,6 por ciento) y ropa para mujeres y niñas (0,5 por ciento).

- El resto de bienes industriales registró un aumento de precios promedio de 1,1 por ciento. El aumento de los precios de los aparatos electrodomésticos (1,4 por ciento) se asocia a la variación del tipo de cambio (1,3 por ciento), en tanto que en el “resto de bienes industriales” destacaron los incrementos de precios de: artículos de limpieza (3,9 por ciento), medicinas (2,1 por ciento) y textos y útiles escolares (1,6 por ciento). En el caso de los artículos de limpieza destacó el aumento de precios registrado en abril (3 por ciento), aún cuando la producción nacional de detergentes y ceras en enero-abril aumentó 11 por ciento y 43 por ciento, respectivamente. En el caso de textos y útiles escolares, este rubro presenta un patrón de aumento estacional de precios en los meses de marzo y abril.
- Los precios de los servicios incluidos en la inflación subyacente crecieron 0,8 por ciento, registrándose las mayores alzas en los precios de los servicios de educación y salud (2,2 por ciento). Las matriculas y pensiones de enseñanza aumentaron 2,4 por ciento, lo que se relaciona principalmente con el inicio del año escolar, mientras que los servicios de salud aumentaron de precios en 1,6 por ciento, principalmente por el alza en los precios de las consultas médicas (3,1 por ciento). Al interior del rubro “resto de servicios”, cabe mencionar el aumento de los alquileres (0,5 por ciento), el que presenta una correspondencia con la depreciación del tipo de cambio.

#### Recuadro 1

#### INFLACIÓN SUBYACENTE

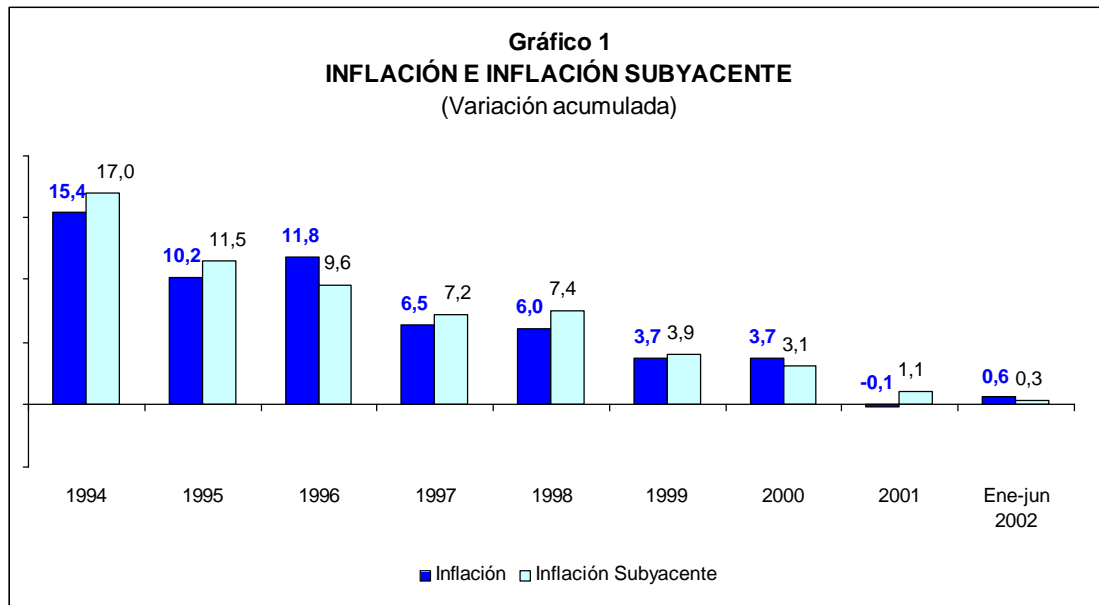
La inflación se define como un proceso de incremento generalizado y continuo de los precios en la economía. El indicador normalmente empleado para su medición es el incremento del índice de precios al consumidor, el cual está sujeto a fluctuaciones de corto plazo que se vinculan a los efectos de cambios en la oferta de productos agrícolas, modificaciones de precios internacionales o medidas de regulación de precios por alguna autoridad competente.

De esta manera, el índice de precios subyacente excluye a los componentes del índice general que no se relacionan con la política monetaria. Este índice debe ser: (a) estable, lo que implica pocas revisiones; (b) creíble, que en un período largo tenga un resultado igual al del índice general; (c) disponible oportunamente; (d) de una menor volatilidad que el índice general; y (e) de relevancia para la predicción.

La medida de inflación subyacente se denomina en inglés “*core inflation*” y es el indicador que emplean los analistas económicos para comentar la tendencia de la inflación más allá de aspectos puntuales.

La medición de inflación subyacente empleada por el BCR se efectúa con componentes que explican aproximadamente 70 por ciento de la canasta del índice general y que no desvía el resultado acumulado de largo plazo. Así, para el período 1995-2001, ambos índices acumulan una variación de aproximadamente 50 por ciento.

4. El componente no subyacente del Índice de Precios al Consumidor agrupa bienes y servicios cuyos precios están sujetos a una volatilidad elevada y se vinculan a aspectos relacionados a cambios en la oferta de bienes o a cambios en precios internacionales. Así, entre enero y junio destacó en esta agrupación el aumento de precios de alimentos cuyos precios están influidos principalmente por fluctuaciones de oferta y de combustibles.
- La elevación en 1,6 por ciento de los precios de los alimentos con mayor volatilidad en su oferta, se explica principalmente por incrementos en los precios de legumbres frescas (41 por ciento), huevos (35 por ciento), hortalizas (23 por ciento), cebolla (37 por ciento) y pescado (8 por ciento). Ello fue parcialmente contrarrestado por la disminución en los precios de carne de pollo (-9 por ciento), cítricos (-33 por ciento) y papa (-9 por ciento). Estas variaciones son causadas principalmente por factores estacionales de la oferta de estos productos y, en el caso de los productos que mostraron incrementos de precios, por el efecto de una temperatura ambiental mayor al promedio histórico en el período bajo análisis y anomalías en la temperatura del mar. De otro lado, las colocaciones de pollos bebé, indicador que aproxima la evolución de la oferta de carne de pollo, aumentó 4 por ciento en el primer semestre, en tanto que las siembras de papa han aumentado 9 por ciento en la actual campaña agrícola.
  - El aumento de precios de los combustibles refleja la tendencia al alza de las cotizaciones internacionales del petróleo (24 por ciento en lo que va del año) debido al recorte de la producción de los países miembros de la OPEP y la recuperación de la actividad productiva de las economías desarrolladas. No obstante esta evolución de los precios de los combustibles, las tarifas del rubro transportes disminuyeron 0,7 por ciento, lo que se asocia a una disminución estacional respecto a los niveles del mes de diciembre.
  - Por su parte, las tarifas de los servicios públicos aumentaron 0,4 por ciento en el primer semestre. Los precios de los servicios de agua potable y electricidad aumentaron 2,3 por ciento, cada uno: en abril Sunass autorizó un reajuste de tarifas de agua, las que se habían mantenido inalteradas desde noviembre del 2000; mientras que las tarifas de electricidad aumentaron por efecto del incremento de las tarifas de generación y transmisión, y por la actualización mensual de los costos variables. Por su parte, las tarifas telefónicas disminuyeron 4,4 por ciento, debido a la aplicación del factor de productividad, según el esquema de reajuste tarifario vigente desde setiembre del año 2001.



## Tipo de Cambio

5. Entre enero y junio, el tipo de cambio mostró una relativa estabilidad, pasando de S/. 3,437 en diciembre a S/. 3,482 en junio. Cabe indicar que inicialmente se presentó una tendencia al alza del tipo de cambio, el cual llegó a cotizarse en S/. 3,478 en febrero, aunque posteriormente se observó una tendencia apreciatoria originada en una mayor oferta de moneda extranjera vinculada al vencimiento de operaciones de venta a futuro de dólares efectuadas durante el período de elecciones del año anterior (US\$ 115 millones). El tipo de cambio más bajo se registró el 22 de abril (S/. 3,429).

A partir de mayo el tipo de cambio revirtió la tendencia apreciatoria, alcanzando su mayor cotización del año el 26 de junio (S/. 3,51 por dólar). La tendencia depreciatoria es explicada principalmente por expectativas generadas por el comportamiento económico de la región y por eventos internos. A fines de junio, el saldo de ventas netas forward ha aumentado en US\$ 281 millones con respecto a diciembre, alcanzando un nivel de US\$ 868 millones. La posición de cambio de la banca se incrementó en US\$ 50 millones alcanzando un nivel de US\$ 637 millones.

6. El BCR intervino en el mercado cambiario en 12 oportunidades durante el mes de abril a través de compras en la Mesa de Negociación por US\$ 90 millones para atenuar la volatilidad del tipo de cambio, por la mencionada concentración de vencimientos de contratos de ventas a futuro de los bancos. Por ello, estas operaciones cambiarias del Banco Central no desvirtúan el carácter de flotación independiente del régimen cambiario actual. El siguiente recuadro presenta las definiciones de los distintos regímenes cambiarios según las definiciones del Fondo Monetario Internacional.

**Recuadro 2**

**REGÍMENES DE TIPO DE CAMBIO  
Clasificación del FMI**

**Acuerdos Cambiarios o adopción de moneda extranjera como moneda de curso legal.**

**“Exchange Arrangements with no Separate Legal Tender”**

La moneda de otro país circula como única moneda legal o el país pertenece a una unión monetaria o cambiaria en la que la misma moneda es compartida por los países miembros.

**Esquema de convertibilidad**

**“Currency Board Arrangements”**

Régimen monetario basado en un mandato legislativo explícito que fija un tipo de cambio entre la moneda doméstica y una moneda extranjera específica, combinado con restricciones en la emisión monetaria para asegurar el cumplimiento de sus obligaciones legales.

**Acuerdos de convencionales devaluación Fija**

**“Conventional Pegged Arrangement”**

Estos países devalúan (formalmente o de facto) su moneda a una tasa fija respecto a una moneda o a una canasta de monedas. En un régimen convencional de devaluación fija, el tipo de cambio fluctúa dentro de unos márgenes estrechos dentro de una banda de +- 1 por ciento alrededor de la tasa central.

**Bandas Cambiarias**

**“Pegged Exchange Rate within horizontal bands”.**

El valor de la moneda es mantenido dentro de ciertos márgenes de fluctuación de al menos +- 1 por ciento alrededor de la tasa central fijada (formalmente o de facto).

**Minidevaluaciones**

**“Crawling Peg”**

La moneda se ajusta periódicamente en cantidades pequeñas a una tasa fija preanunciada o en respuesta a cambios en indicadores cuantitativos seleccionados.

**Minidevaluaciones de Bandas Cambiarias**

**“Crawling bands”**

La moneda se mantiene dentro de ciertos márgenes de fluctuación alrededor de la tasa central, la cual se ajusta periódicamente a una tasa fija preanunciada, o en respuesta a cambios en indicadores cuantitativos.

**Flotación Administrada**

**“Managed Floating with no predetermined path for the exchange rate”**

La autoridad monetaria influye los movimientos en el tipo de cambio a través de la intervención activa en el mercado de moneda extranjera sin especificar o preanunciar un nivel del tipo de cambio.

**Flotación**

**“Independently Floating”**

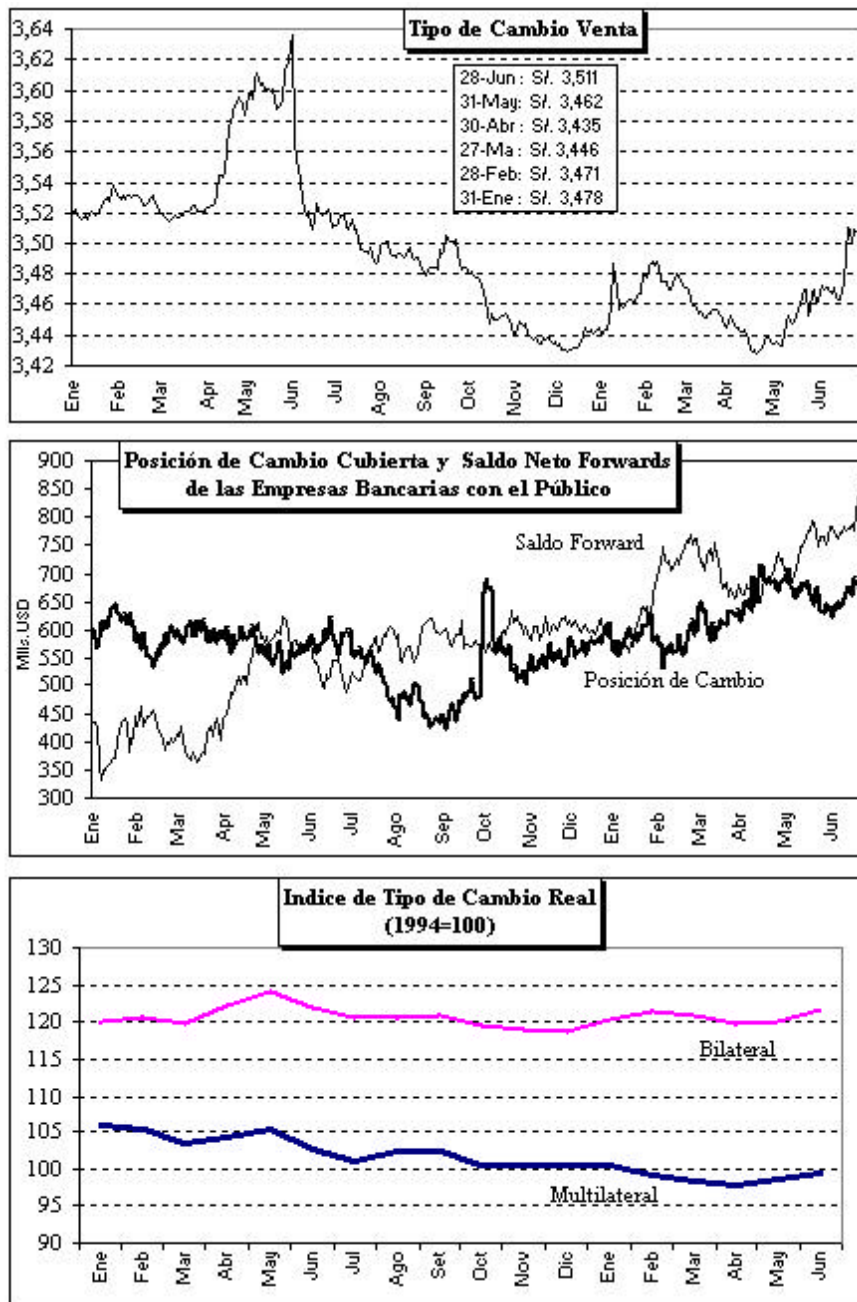
El tipo de cambio lo determina el mercado, con alguna intervención de la autoridad monetaria para ayudar a moderar las fluctuaciones bruscas del tipo de cambio y no para establecer un nivel de tipo de cambio.

**Fuente:** Fondo Monetario Internacional “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions”, Año 2001



7. El tipo de cambio real bilateral venta aumentó 2,5 por ciento en lo que va del año, explicado por la depreciación nominal (1,3 por ciento) y el diferencial entre la inflación doméstica (0,6 por ciento) y la inflación de EEUU (1,8 por ciento). Por su parte, el tipo de cambio multilateral bajó 1,3 por ciento. Este resultado se explica por la depreciación de las monedas de algunos socios comerciales respecto al dólar (el peso argentino y el bolívar venezolano se depreciaron en 260 y 60 por ciento, respectivamente y el real de Brasil en 12 por ciento).

**Gráfico 2**  
**INDICADORES CAMBIARIOS**  
**Enero 2001 – Junio 2002**



## Expectativas y proyecciones

8. Las perspectivas del sector privado con respecto a la inflación del 2002 y el 2003 están en línea con la meta inflacionaria del Banco Central. Así, de acuerdo al promedio de las proyecciones de bancos de inversión y consultoras privadas, recopilados en el **Consensus Forecast**, la tasa esperada de inflación para el 2002 es de 1,8 por ciento y para el 2003 es de 2,2 por ciento. Este resultado se aproxima a las encuestas efectuadas por el Banco Central a instituciones financieras y a consultores especializados en el mes de junio. Estas proyecciones son consistentes con un escenario de recuperación de la actividad económica, con incrementos del PBI de 3,3 por ciento en el 2002 y 3,7 por ciento en el 2003.

**Cuadro 3**  
**Proyecciones Macroeconómicas del Sector Privado**

	Consensus Forecasts 1/	Encuesta a Instituciones Financieras 2/	Encuesta a Especialistas 2/
<b>2002</b>			
Inflación	1,8	2,0	1,7
Var. % PBI Real	3,3	3,0	3,0
Tipo de Cambio a diciembre	3,54	3,53	3,50
Tasa Interbancaria en soles a diciembre	-	3,0	2,8
<b>2003</b>			
Inflación	2,2	2,5	2,1
Var. % PBI Real	3,7	3,5	3,9
Tipo de Cambio a diciembre	3,66	3,60	3,60
Tasa Interbancaria en soles a diciembre	-	-	3,5

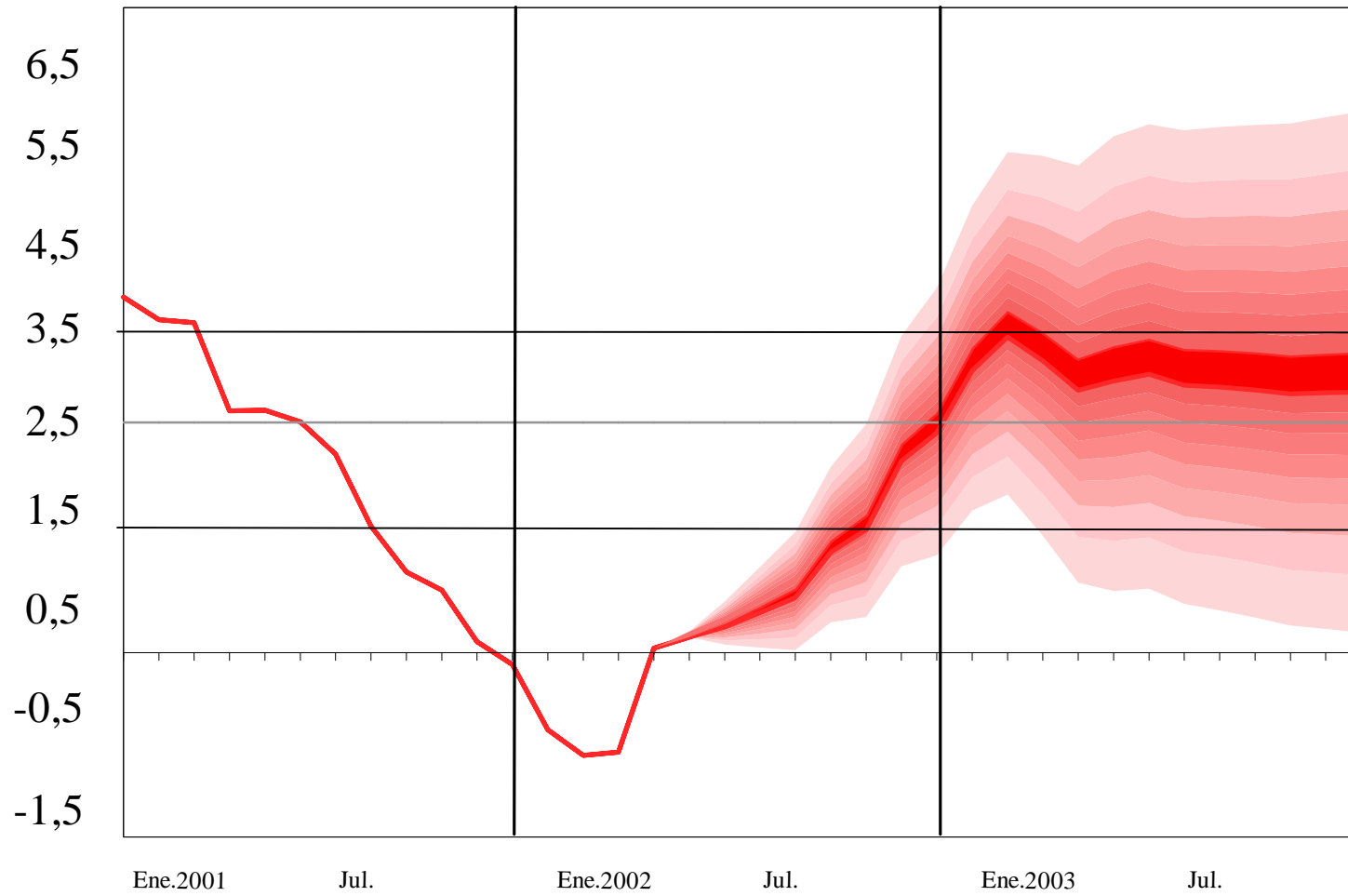
1/ Fuente: Consensus Economics (mayo 2002)

2/ Encuesta elaborada en junio del 2002

9. El gráfico 3 muestra que para los años 2002 y 2003 se proyecta que la inflación estaría dentro del rango meta adoptado por el BCR. En el gráfico, la banda más oscura incluye el resultado más probable, con 10 por ciento de probabilidad de ocurrencia. Cada par de bandas sucesivas abarcan un 10 por ciento adicional hasta que el 90 por ciento de la distribución de probabilidades es cubierto por el área sombreada. Las bandas se hacen más anchas a medida que el periodo de proyección se amplía, reflejando una mayor incertidumbre para predecir la inflación.

# Proyección de Inflación 2002-2003

(Últimos 12 meses)



## III PRODUCCIÓN, INGRESOS Y DEMANDA

10. Durante el primer trimestre, el PBI desestacionalizado aumentó 4,3 por ciento en términos anualizados con respecto al trimestre anterior. Esta recuperación se observó principalmente en los sectores primarios que crecieron 6,6 por ciento por el efecto del crecimiento de los sectores agropecuario, pesca y manufactura procesadora de recursos primarios. Los sectores no primarios aumentaron su producción 3,7 por ciento, con un crecimiento de la construcción, compensado por la menor actividad de la industria no primaria.

Cuadro 4

## PBI DESESTACIONALIZADO

(Variación porcentual anualizada respecto al trimestre anterior)

	2001				2002
	I	II	III	IV	I
<b>I. PBI Primario</b>	<b>-10,8</b>	<b>13,3</b>	<b>24,6</b>	<b>-3,6</b>	<b>6,6</b>
Agropecuario	-11,1	3,9	11,4	3,1	9,6
Pesca	-15,4	-1,6	-40,1	-56,4	52,1
Minería e hidrocarburos	-14,2	24,2	90,3	11,1	-3,5
Procesadores de recursos primarios	-3,7	24,7	-10,0	-32,5	15,2
<b>II. PBI No Primario</b>	<b>7,7</b>	<b>5,1</b>	<b>-5,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>
Industria no primaria	4,0	6,4	-12,5	7,8	-0,3
Construcción	0,9	11,0	-2,2	21,6	11,4
Comercio	3,3	-2,7	4,8	1,3	-3,7
Otros servicios	10,5	6,5	-6,6	1,0	6,1
<b>III. PBIGLOBAL</b>	<b>3,9</b>	<b>6,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,8</b>	<b>4,3</b>

11. El indicador del ingreso nacional disponible aumentó en términos desestacionalizados y anualizado en 4 por ciento con respecto al cuarto trimestre del 2001. En igual sentido, la demanda interna de bienes y servicios registró un crecimiento durante el primer trimestre del año (7,4 por ciento), debido principalmente al gasto de consumo del sector privado y al gasto de consumo e inversión del sector público. En contraste, el gasto de inversión del sector privado se redujo en 13,5 por ciento respecto al cuarto trimestre del año pasado, en términos anualizados.

**Cuadro 5**  
**INGRESO NACIONAL DISPONIBLE DESESTACIONALIZADO**  
(Variación porcentual anualizada respecto al trimestre anterior)

	2001				2002
	I	II	III	IV	I
<b>I. <u>Producto bruto interno (PBI)</u></b>	<b><u>3,9</u></b>	<b><u>6,5</u></b>	<b><u>-0,2</u></b>	<b><u>1,8</u></b>	<b><u>4,3</u></b>
II. Producto nacional bruto (PNB) 1/	6,4	8,5	-1,7	5,2	1,4
III. Ingreso nacional bruto (IN) 2/	7,4	9,4	-12,7	9,3	4,4
<b>IV. <u>Ingreso nacional disponible (IND) 3/</u></b>	<b><u>7,5</u></b>	<b><u>9,0</u></b>	<b><u>-12,7</u></b>	<b><u>8,9</u></b>	<b><u>4,0</u></b>

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

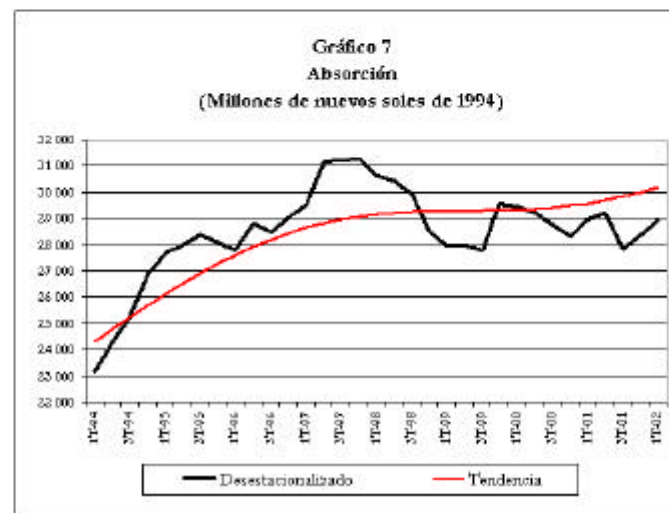
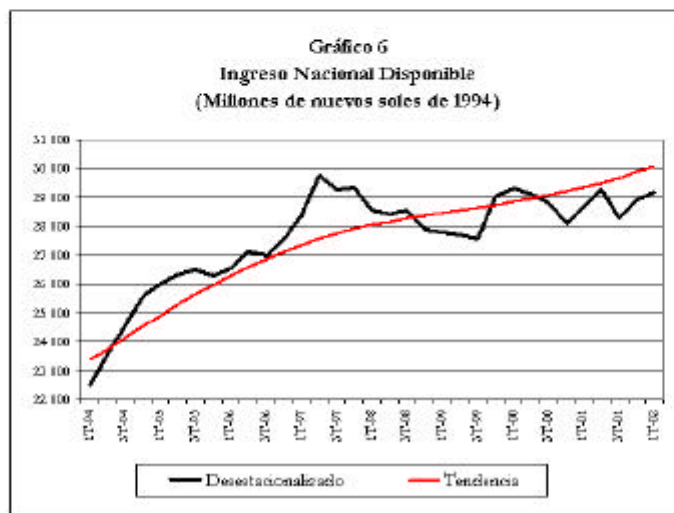
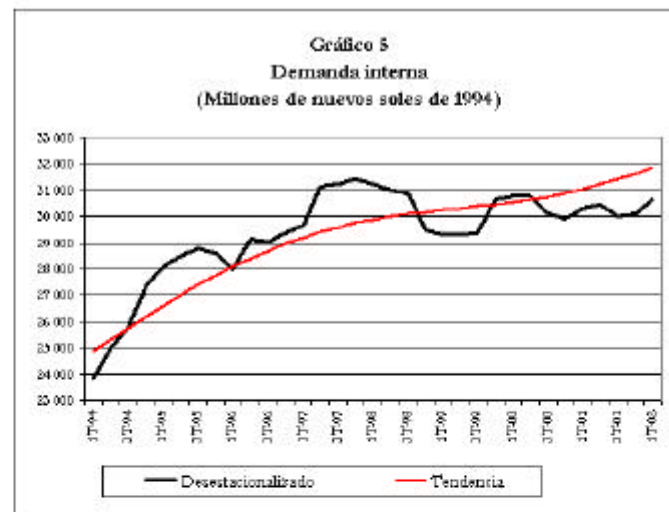
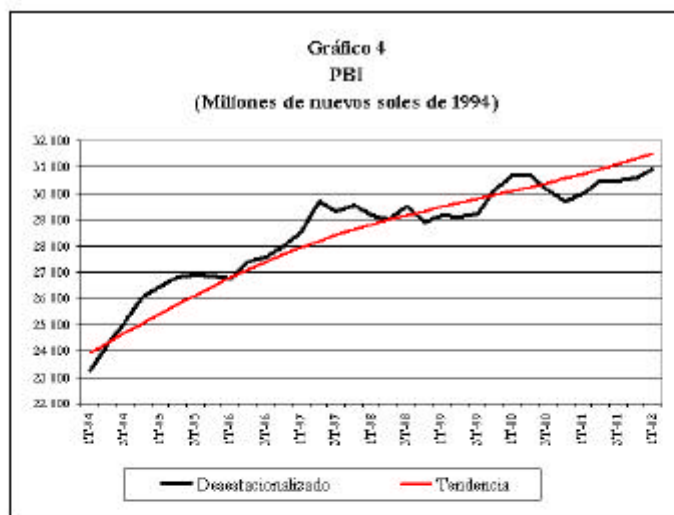
2/ Las transacciones externas se valúan al precio internacional corriente. El PBI y el PNB se encuentran aislados de modificaciones en los términos de intercambio de nuestro comercio exterior.

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

**Cuadro 6**  
**PBI DESESTACIONALIZADO**  
(Variación porcentual anualizada respecto al trimestre anterior)

	2001				2002
	I	II	III	IV	I
<b>I. <u>DEMANDA GLOBAL (1 + 2)</u></b>	<b><u>4,2</u></b>	<b><u>2,5</u></b>	<b><u>0,4</u></b>	<b><u>0,2</u></b>	<b><u>3,8</u></b>
1. Demanda Interna	5,7	1,7	-5,3	0,9	7,4
a. Consumo privado	0,4	1,1	1,6	2,0	3,5
b. Consumo público	-21,3	39,5	11,1	-13,6	11,4
c. Inversión bruta fija	-9,7	-9,6	-0,4	5,1	-8,5
- Privada	-5,1	-10,8	0,2	2,4	-13,5
- Pública	-28,3	-3,4	-3,0	18,2	16,9
2. Exportaciones	-4,4	7,2	39,7	-3,2	-13,8
<b>II. <u>OFERTA GLOBAL (3 + 4)</u></b>	<b><u>4,2</u></b>	<b><u>2,5</u></b>	<b><u>0,4</u></b>	<b><u>0,2</u></b>	<b><u>3,8</u></b>
3. Producto Bruto Interno	3,9	6,5	-0,2	1,8	4,3
4. Importaciones	5,4	-18,1	3,9	-8,5	1,2

12. La recuperación de los indicadores de producción, ingresos y demanda durante el primer trimestre del año se manifiesta también en una menor brecha entre estos indicadores y sus niveles de tendencia. En efecto, los gráficos 4, 5, 6 y 7 revelan la reducción de la brecha entre el nivel tendencial y el observado del PBI, ingreso nacional, demanda interna y absorción (gasto local), lo cual muestra la reversión de las condiciones de recesión dentro del ciclo económico.



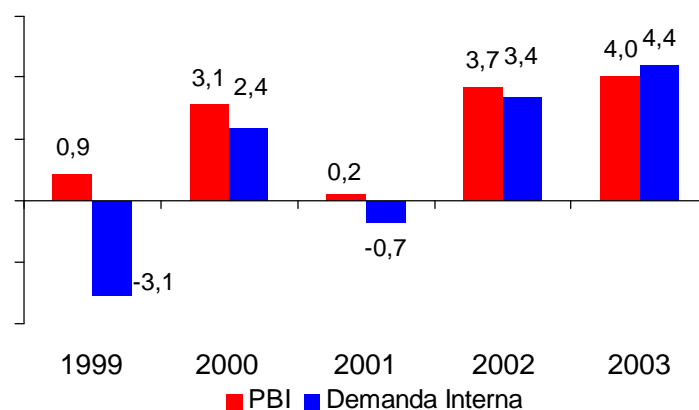
13. La información del empleo en las empresas con 10 y 100 ó más trabajadores en el ámbito urbano<sup>1</sup> confirman una moderada recuperación. De esta manera, mientras el empleo en empresas con 10 ó más trabajadores aumentó 0,2 por ciento en términos desestacionalizados entre el cuarto trimestre del 2001 y el primer trimestre del 2002, el empleo en empresas con 100 o más trabajadores aumentó en 0,1 por ciento. La tasa de desempleo durante el primer trimestre alcanzó 10,6 por ciento.

### Proyecciones

14. Para los años 2002 y 2003 se proyecta un crecimiento de la demanda interna de 3,4 y 4,4 por ciento, respectivamente y del PBI de 3,7 y 4,0 por ciento. En esta dirección, se asume un crecimiento de la inversión privada en 4 por ciento en el 2002 y 8 por ciento en el 2003, con lo cual la tasa de inversión bruta interna total con respecto al PBI crecería de 18 por ciento en el 2001 y en el 2002 a 19 por ciento en el 2003.
15. La acumulación de capital es una condición necesaria para asegurar el crecimiento sostenido de la actividad productiva y del empleo; lo que requiere acciones que favorezcan la estabilidad macroeconómica y el desarrollo de los negocios. Sobre este aspecto, la orientación de la actividad productiva hacia los mercados externos y el desarrollo de la infraestructura del país son áreas fundamentales para el crecimiento.

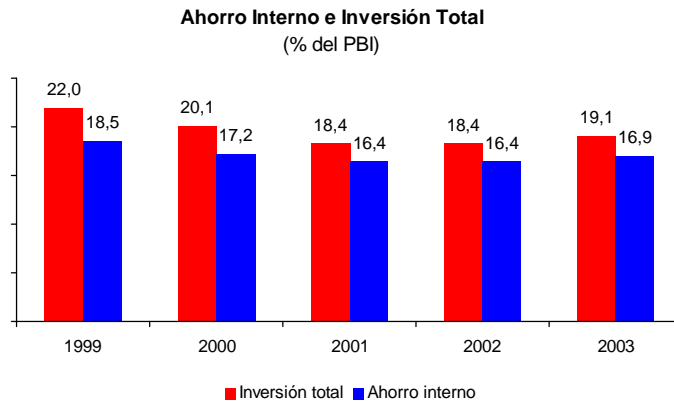
**Gráfico 8**

**PBI y Demanda Interna: 1999-2003**  
(Variaciones porcentuales reales)

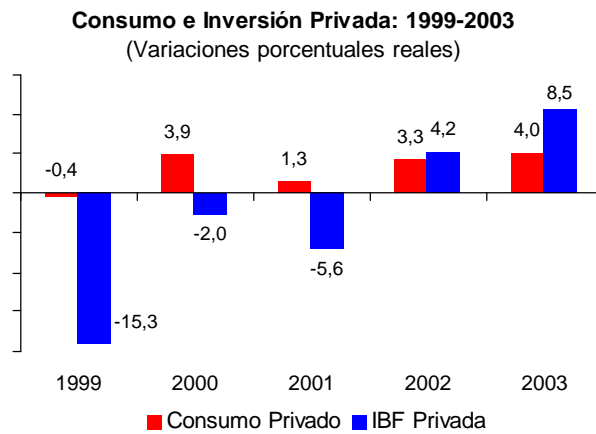


<sup>1</sup> La fuente de esta información es el Ministerio de Trabajo y Promoción Social. El INEI cuenta además con información mensual de empleo y desempleo desde marzo del 2001.

**Gráfico 9**

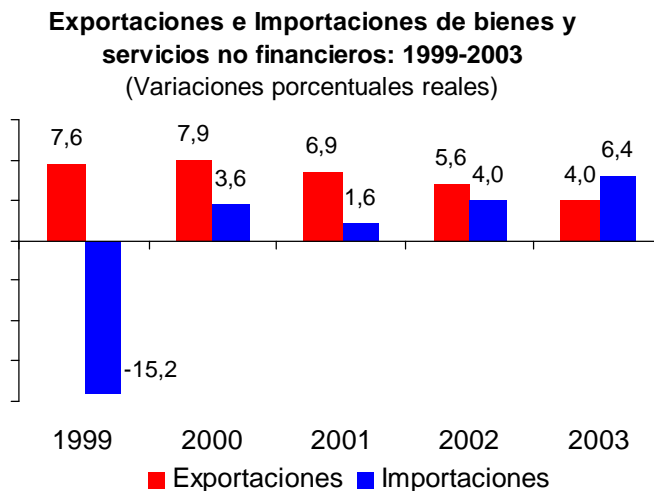


**Gráfico 10**



16. Las exportaciones seguirían siendo un factor de expansión de la actividad productiva, proyectándose un crecimiento real de 5,6 por ciento en el 2002 y de 4,0 por ciento en el 2003, tasa esta última menor debido a la atenuación del efecto expansivo que generó el inicio de operaciones de la Empresa Minera Antamina.

**Gráfico 11**





## IV ACTIVIDAD PRODUCTIVA MUNDIAL

17. Luego de la desaceleración generalizada que se observó en la economía mundial durante el año 2001, la economía mundial ha mostrado señales de recuperación, respondiendo de esta manera a la posición expansiva de los bancos centrales de las economías desarrolladas.

En base a las proyecciones de **Consensus Economics**, se estima que el crecimiento promedio de los 20 principales socios comerciales del país pasaría de 1,6 por ciento en el 2001 a 2,0 por ciento en el 2002 y a 3,4 por ciento en el 2003, lo que puede llevar a la reversión de las reducciones efectuadas en las tasas de interés por los bancos centrales de países desarrollados.

**Cuadro 7**  
**PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO DEL PBI DE LOS**  
**PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES DEL PERÚ**

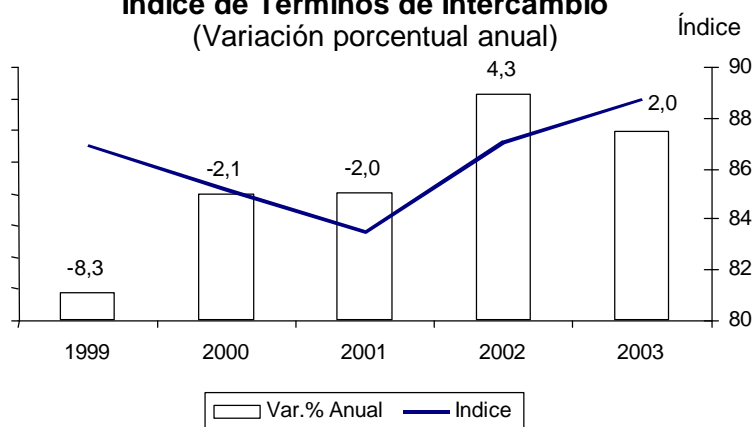
	Porcentaje de Participación 1/	2001	2002	2003
Estados Unidos	33,6	1,2	2,8	3,5
Reino Unido	9,2	2,2	1,8	2,8
Chile	6,6	2,8	2,9	4,7
Japón	6,3	-0,4	-1,0	1,1
China Popular	5,1	7,3	7,3	7,7
Brasil	4,6	1,5	2,1	3,6
Alemania	4,1	0,6	1,0	2,5
Colombia	3,7	1,5	2,0	3,2
España	3,5	2,8	2,1	3,2
Venezuela	3,0	2,7	-2,6	0,8
Corea del Sur	2,7	3,0	5,6	6,0
México	2,7	-0,3	1,7	4,5
Argentina	2,4	-3,7	-12,2	1,2
Italia	2,4	1,8	1,3	2,7
Canadá	2,2	1,5	3,0	3,7
Francia	2,1	2,0	1,4	2,8
Bélgica	1,6	1,1	1,3	2,6
Taiwán	1,5	-1,9	3,0	3,9
Bolivia	1,4	1,0	2,0	3,4
Holanda	1,3	1,1	1,3	2,8
<b>Promedio Socios Comerciales</b>	<b>100,0</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>3,4</b>
Norteamérica	38,5	1,1	2,7	3,6
Europa	24,1	1,8	1,6	2,8
Asia	15,7	2,6	3,2	4,4
América Latina	21,7	1,4	0,1	3,2

1/ Ponderado de acuerdo al comercio (excluyendo petróleo) de 1 2001.

Fuente: Consensus Economics (mayo 2002)

18. La tendencia favorable en el nivel de actividad de la economía mundial beneficiaría a la evolución de nuestros términos de intercambio. En esta dirección, se proyecta que los precios de exportación crecerían en 4,9 por ciento en el 2002 y 4,2 por ciento en el 2003, con lo cual los términos de intercambio presentarían mejoras de 4,6 y 2,4 por ciento en dichos años.

**Gráfico 12**  
**Índice de Términos de Intercambio**  
 (Variación porcentual anual)



19. El crecimiento de la economía mundial llevaría a la reversión de las reducciones de tasas de interés efectuadas por los bancos centrales de países desarrollados, lo cual puede tener un efecto desfavorable en el costo del endeudamiento externo del sector público y privado. En el primer caso, considerando que el peso del adeudado a tasa de interés flotante representa 42 por ciento del total, se puede esperar que una elevación de la tasa de interés internacional en 1 punto porcentual eleve el costo del servicio de intereses de la deuda pública externa en 0,2 puntos del PBI (US\$ 80 millones) por año.
20. Cabe indicar que las proyecciones de recuperación de la actividad económica mundial están sujetas al riesgo de un ajuste provocado por una caída en la demanda internacional de activos de los Estados Unidos de Norteamérica, que fuerce una reducción acelerada del déficit en su cuenta corriente externa (que ascendería al equivalente de -4,5 por ciento del PBI en el 2002). En este caso se estaría ante un escenario de debilitamiento del dólar norteamericano, de elevación de tasas de interés internacionales y de menor actividad económica mundial.

## V BALANZA DE PAGOS

21. En el primer trimestre el déficit en cuenta corriente fue de US\$ 343 millones (2,6 por ciento del PBI), menor en US\$ 145 millones al del mismo periodo del 2001 debido al menor déficit de la balanza comercial (US\$ 145 millones).

Cuadro 8  
BALANZA COMERCIAL  
(Millones de U.S. dólares)

	2001					2002
	I	II	III	IV	Año	I
<b>1. EXPORTACIONES</b>	<b>1 662,5</b>	<b>1 740,0</b>	<b>1 915,4</b>	<b>1 789,7</b>	<b>7 107,6</b>	<b>1 574,6</b>
Productos tradicionales	1 048,9	1 218,1	1 279,6	1 196,4	4 742,9	1 044,5
Productos no tradicionales	536,3	497,4	586,6	560,4	2 180,7	510,0
Otros	77,3	24,5	49,2	32,9	183,9	20,0
<b>2. IMPORTACIONES</b>	<b>1 848,4</b>	<b>1 760,3</b>	<b>1 848,7</b>	<b>1 740,3</b>	<b>7 197,7</b>	<b>1 615,7</b>
Bienes de consumo	360,8	374,1	398,1	434,0	1 567,0	363,1
Insumos	886,8	896,9	972,9	849,9	3 606,6	802,2
Bienes de capital	555,9	460,5	459,6	435,3	1 911,3	434,9
Otros bienes	44,7	28,8	18,1	21,0	112,7	15,5
<b>3. <u>BALANZA COMERCIAL</u></b>	<b><u>-185,9</u></b>	<b><u>-20,3</u></b>	<b><u>66,7</u></b>	<b><u>49,4</u></b>	<b><u>-90,1</u></b>	<b><u>-41,1</u></b>

22. Del lado del financiamiento de la cuenta corriente, la cuenta financiera presentó un flujo positivo de US\$ 406 millones, aumentando US\$ 157 millones respecto al primer trimestre del 2001. Ello se explica principalmente por los flujos del sector público que alcanzaron a US\$ 494 millones, asociado a la colocación de bonos soberanos por US\$ 500 millones. Por el lado del sector privado, la cuenta financiera fue negativa en US\$ 101 millones, básicamente por el prepago de títulos efectuado por una empresa minera. Sin embargo, el flujo de inversión directa extranjera fue de US\$ 220 millones durante el primer trimestre.

Cuadro 9  
BALANZA DE PAGOS  
(Porcentaje del PBI)

	2001					2002
	I	II	III	IV	Año	I
<b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>	<b>- 3,8</b>	<b>- 2,0</b>	<b>- 0,9</b>	<b>- 1,5</b>	<b>- 2,0</b>	<b>- 2,6</b>
<b>II. CUENTA FINANCIERA</b>	<b>1,9</b>	<b>4,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>2,0</b>	<b>3,8</b>
1. Sector privado	2,3	2,4	2,1	1,7	2,1	- 0,1
2. Sector público	0,1	2,0	0,6	0,1	0,7	3,7
3. Capitales de corto plazo	- 0,5	- 0,5	- 2,0	- 0,6	- 0,9	0,1
<b>III. FINANCIAMIENTO EXCEPCIONAL</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>
<b>IV. FLUJO DE RESERVAS NETAS DEL BCRP</b>	<b>0,3</b>	<b>- 1,6</b>	<b>- 2,3</b>	<b>0,3</b>	<b>- 0,8</b>	<b>- 0,8</b>
<b>V. ERRORES Y OMISIONES NETOS</b>	<b>1,4</b>	<b>- 0,4</b>	<b>2,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>	<b>- 0,4</b>
Nota :						
Inversión directa sin privatización	1,5	0,4	2,1	2,0	1,5	1,7

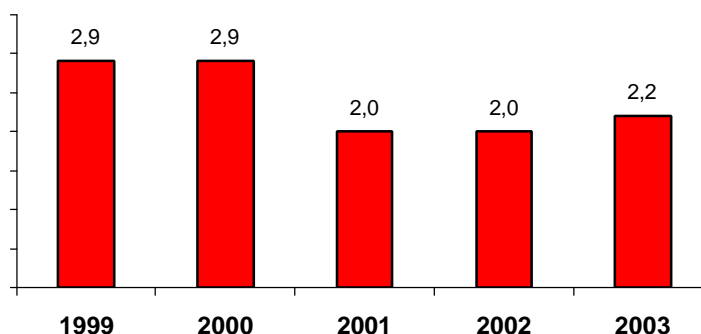
23 Para el año 2002 se proyecta un déficit en cuenta corriente de US\$ 1 123 millones (2,0 por ciento del PBI). Por un lado, se prevé un superávit de la balanza comercial (US\$ 380 millones), sustentado en un

crecimiento anual de las exportaciones de 10 por ciento, lo que incluye el efecto de mayores precios de exportación en 4,9 por ciento.

Para el año 2003, se proyecta que el déficit en cuenta corriente se incremente a US\$ 1 310 millones (2,2 por ciento del PBI). La recuperación de la economía mundial tendría un efecto positivo sobre la balanza comercial (superávit mayor en US\$ 77 millones respecto al 2002), favoreciendo tanto los precios de los metales como la demanda de los productos no tradicionales. Las exportaciones serían mayores en 8 por ciento mientras que las importaciones crecerían en 7 por ciento. Sin embargo, esta mejora sería más que compensada por un mayor déficit en la balanza de servicios debido a mayores fletes y a un mayor déficit de la renta de factores, principalmente por efecto de la mayor generación de utilidades de parte de las empresas con capital extranjero.

**Gráfico 13**

**Déficit en Cuenta Corriente**  
(% del PBI)



24. En el 2002 los flujos de inversión extranjera del sector privado corresponderían principalmente al sector minero: Antamina (US\$ 138 millones), la ampliación de Yanacocha (US\$ 142 millones) y a Camisea (US\$ 488 millones). Para el 2003 los flujos de inversión se dirigirían principalmente al sector minero, destacando el proyecto de la fundición de Ilo de la empresa Southern (US\$ 150 millones), a lo que se agrega Camisea (US\$ 502 millones).
25. Las cuentas externas del país muestran una posición sólida, respaldada en un nivel adeudado de reservas internacionales netas relativo al volumen de obligaciones de corto plazo. Asimismo, la posición fiscal adoptada por el gobierno contribuye a que el adeudado del país se reduzca con relación al PBI, lo cual permite una menor carga por el servicio de la deuda externa. Es importante destacar, que la brecha en la cuenta corriente de la balanza de pagos refleja egresos de divisas asociados a la fase de inversión de diversos proyectos. La actividad económica vinculada a la inversión extranjera es un elemento importante en la recuperación sostenida de la actividad productiva.

**Cuadro 10**  
**INDICADORES DE VULNERABILIDAD EXTERNA**

	2001	2002	2003
Saldo de RIN BCR (Millones de US\$)	8 613	9 463	9 673
RIN /Deuda a un año (Número de veces) 1/	1,5	1,8	1,8
RIN (Número de meses de importaciones de bienes)	14	14	15
Deuda externa total (%PBI)	51	49	48
Deuda externa total / exportaciones de bienes y servicios (Número de veces)	3,2	3,0	2,8
Deuda pública externa (%PBI)	35	34	33
Deuda pública externa / exportaciones de bienes y servicios (Número de veces)	2,2	2,1	2,0
Servicio de la deuda externa total (% exportaciones de bienes y servicios) 2/	39	34	36
Servicio de la deuda pública externa (% exportaciones de bienes y servicios) 2/	24	21	22

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..

## VI FINANZAS PÚBLICAS

26. Durante el primer trimestre del 2002 el déficit económico del Sector Público No Financiero, ascendió a 1,2 por ciento del PBI, nivel consistente con las metas del Programa Económico. Los requerimientos de financiamiento del sector público ascendieron a US\$ 333 millones los cuales fueron cubiertos con la emisión de bonos domésticos (US\$ 138 millones), desembolsos externos (US\$ 643 millones) y privatización (US\$ 39 millones); acumulándose recursos por US\$ 487 millones.

**Cuadro 11**  
**SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO**  
**(Porcentaje del PBI)**

	2001					2002
	I	II	III	IV	Año	I
<b>1. Ingresos corrientes</b>	14,9	13,6	14,2	13,8	14,1	13,3
<b>2. Gastos no financieros</b>	-13,4	-14,3	-15,2	-16,7	-14,9	-13,3
<b>3. Otros</b>	1,6	0,6	0,4	0,0	0,7	0,8
<b>4. Resultado Primario</b>	3,1	0,0	-0,5	-2,9	-0,1	0,7
<b>5. Intereses</b>	-2,3	-2,1	-2,2	-2,3	-2,2	-2,0
Mill. US\$	-\$ 257	-\$ 263	-\$ 257	-\$ 269	-\$1 046	-\$ 230
<b>6. Resultado Económico</b>	<u>0,8</u>	<u>-2,2</u>	<u>-2,7</u>	<u>-5,2</u>	<u>-2,3</u>	<u>-1,2</u>
Mill. US\$	\$ 101	-\$ 305	-\$ 361	-\$ 712	-\$1 277	-\$ 166
<b>7. Amortización</b>	<b>-\$ 189</b>	<b>-\$ 214</b>	<b>-\$ 225</b>	<b>-\$ 272</b>	<b>-\$ 900</b>	<b>-\$ 167</b>
Interna	-\$ 18	-\$ 17	-\$ 42	-\$ 54	-\$ 131	-\$ 18
Externa	-\$ 170	-\$ 197	-\$ 183	-\$ 218	-\$ 768	<b>-\$ 149</b>
<b>8. Requerimiento Financiero</b>	<b>\$ 87</b>	<b>\$ 519</b>	<b>\$ 586</b>	<b>\$ 985</b>	<b>\$ 2 177</b>	<b>\$ 333</b>
Desembolsos externos	\$ 223	\$ 492	\$ 330	\$ 274	\$ 1 319	\$ 643
Bonos internos	\$ 28	\$ 70	\$ 115	\$ 131	\$ 344	\$ 138
Privatización	\$ 47	\$ 23	\$ 21	\$ 236	\$ 328	\$ 39
Otros	-\$ 211	-\$ 66	\$ 120	\$ 344	\$ 187	-\$ 487

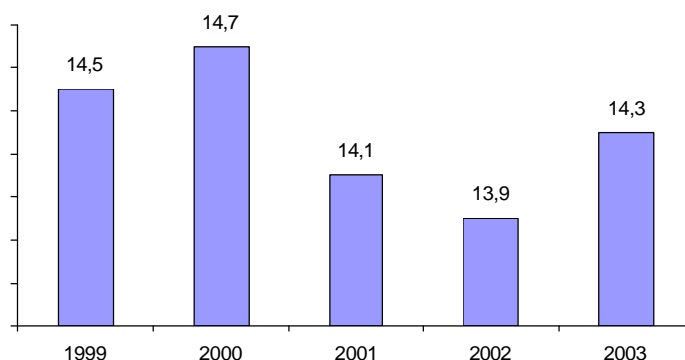
27. En el primer trimestre del 2002, los ingresos corrientes del Gobierno Central registraron una disminución real de 7 por ciento, debido a la evolución negativa de los impuestos a las importaciones, así como a los menores ingresos por el Impuesto Extraordinario de Solidaridad (IES) y fraccionamiento tributario. Debe mencionarse que esta reducción estuvo influenciada por la rebaja arancelaria dictada en abril del año anterior, así como a la reducción en la tasa del IES de 5 a 2 por ciento del mes de agosto del 2001.

Los gastos no financieros del Gobierno Central registraron un crecimiento real de 4 por ciento, reflejo principalmente del aumento de remuneraciones y pensiones otorgado a los servidores del sector público en setiembre del año pasado, en tanto que el gasto de capital se redujo en 9 por ciento.

28. Para el periodo junio-diciembre del 2002 se contempla la aplicación de medidas tributarias que permitan obtener ingresos corrientes por el equivalente anual de 13,9 por ciento del PBI. Estas medidas enfatizan mejoras en la administración tributaria a través de mecanismos de retenciones de impuestos, así como políticas que incrementen la eficiencia del sistema tributario. De esta manera, los ingresos corrientes aumentarían en 3 por ciento en términos reales en el 2002 y en 7 por ciento en el 2003.

**Gráfico 14**

**Ingresos Corrientes del Gobierno Central**  
(% del PBI)



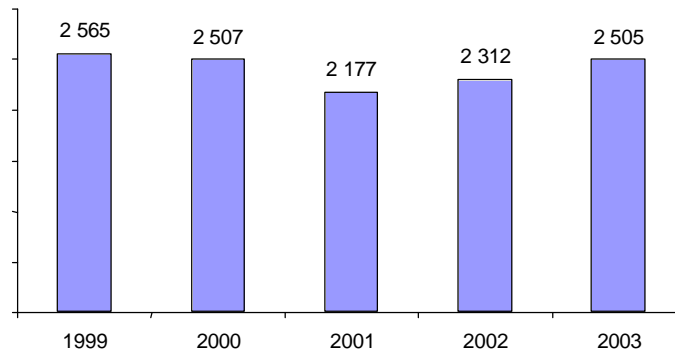
29. Los gastos no financieros ascenderían a S/. 29,0 mil millones en el 2002 (aumento real de 3 por ciento), de los cuales S/. 24,4 mil millones son gastos corrientes no financieros (aumento de 2 por ciento) y S/. 4,6 mil millones son gastos de capital (aumento de 4 por ciento). En línea con lo expuesto en el Marco Macroeconómico Multianual del Ministerio de Economía y Finanzas, para el año 2003 se contempla un crecimiento nominal del gasto no financiero en 5 por ciento: gasto corriente no financiero en 4 por ciento y gasto de capital en 6 por ciento.

30. El déficit fiscal del 2002 implica un requerimiento financiero por el equivalente a US\$ 2 300 millones, el cual se cubriría con US\$ 1 500 millones de desembolsos externos, con el equivalente a US\$ 430 millones.

millones de bonos internos y otras fuentes que incluyen ingresos por privatizaciones.

**Gráfico 15**

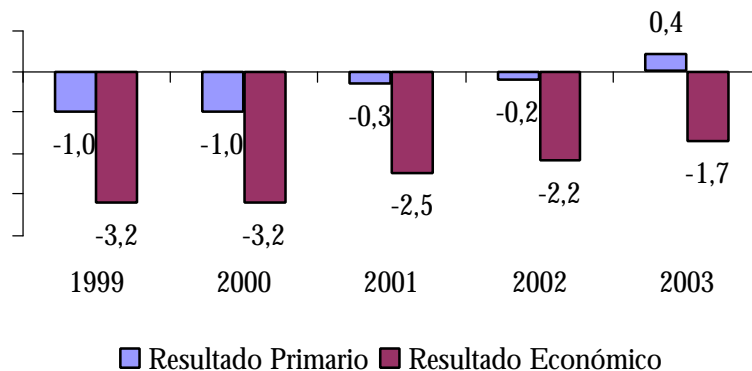
**Requerimiento Bruto de Financiamiento del Sector Público Consolidado  
1999-2003**  
(Millones de US\$)



31. Para el 2003 los requerimientos de financiamiento alcanzarían los US\$ 2 500 millones, monto superior a los correspondientes al año 2002, debido a la mayor amortización de deuda interna. Esta demanda de financiamiento podría cubrirse mediante desembolsos de deuda externa por US\$ 1 650 millones. Asimismo, se contaría con el equivalente a US\$ 580 millones en bonos domésticos y el restante con otras fuentes, incluyendo privatización.

**Gráfico 16**

**Operaciones del Sector Público No Financiero**  
(% del PBI)



## VII META OPERATIVA DE LA POLÍTICA MONETARIA Y TASAS DE INTERÉS

32. En enero del 2002, el BCR adoptó el esquema de metas explícitas de inflación, para lo cual anunció una meta de inflación de 2,5 por ciento con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia

abajo. Para el cumplimiento de esta meta se dejó de usar a la tasa de crecimiento de la emisión primaria como meta intermedia y, en su lugar, se adopta un esquema en el que se toma en cuenta distintos indicadores de la inflación para efectuar cambios a la política monetaria. Estas decisiones se anuncian a inicios de cada mes y se refieren al nivel promedio de la liquidez disponible en los bancos y a las tasas de interés de referencia de las operaciones del BCR con estas empresas.

33. Durante los primeros seis meses de 2002 el Banco Central mantuvo una posición más flexible de la política monetaria, proceso iniciado desde el segundo semestre del año anterior. De esta forma, el Banco orientó sus políticas a disipar los riesgos de presiones deflacionarias y cumplir así con la meta de inflación anunciada.

Esta flexibilización se llevó a cabo mediante el incremento gradual de la meta operativa de la política monetaria, esto es, el rango anunciado para el saldo promedio diario de la cuenta corriente de las empresas bancarias en el Banco Central. En línea con la ampliación de la meta de liquidez, se redujeron las tasas de interés de referencia para las operaciones monetarias del BCR.

**Cuadro 12**  
Meta operativa para la cuenta corriente de la banca y tasas de interés de referencia aprobadas por el BCR

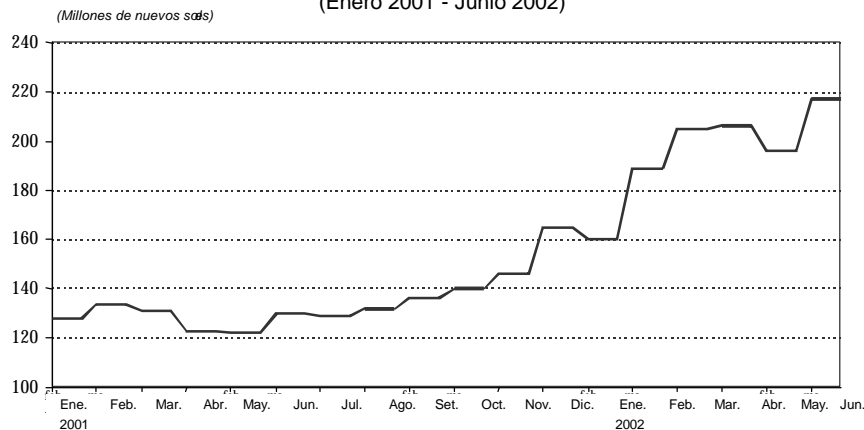
	2001	2002					
	Diciembre	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio
<b>1. Meta operativa: Cuenta Corriente</b>							
<b>(En millones de S/.)</b>							
Rango	150-160	160-170	160-170	185-195	205-215	205-215	195-205
Ejecución	165	160	189	205	206	196	217
<b>2. Tasas de interés de referencia</b>							
<b>(En porcentajes)</b>							
<b>a. Ventanillas de liquidez en nuevos soles</b>	5	4	3,5	3	3	3	3
<b>b. Depósitos <i>overnight</i> en nuevos soles</b>	2	2	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Nota:							
Tasa de interés interbancaria en soles	3,1	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5	2,6

34. Cabe mencionar que durante el primer semestre se presentaron desviaciones en la ejecución de la meta operativa, por la necesidad de reconocer cambios en la composición de los fondos de encaje de los bancos. De esta manera, se mantuvo un nivel estable de la tasa de interés interbancaria.



**Gráfico 17**

Meta Operativa  
(Enero 2001 - Junio 2002)



35. La evolución de la política monetaria en lo que va del presente año ha inducido una reducción de la tasa de interés interbancaria desde 3,1 por ciento en diciembre de 2001 a 2,6 por ciento en junio. Asimismo, se ha registrado una disminución de la variabilidad de esta tasa, observándose que la desviación estándar pasó de 2,0 puntos porcentuales en 2001 a 0,1 puntos porcentuales en junio de 2002.

**Cuadro 13**  
**Variabilidad de la tasa de interés interbancaria**  
(En porcentajes)

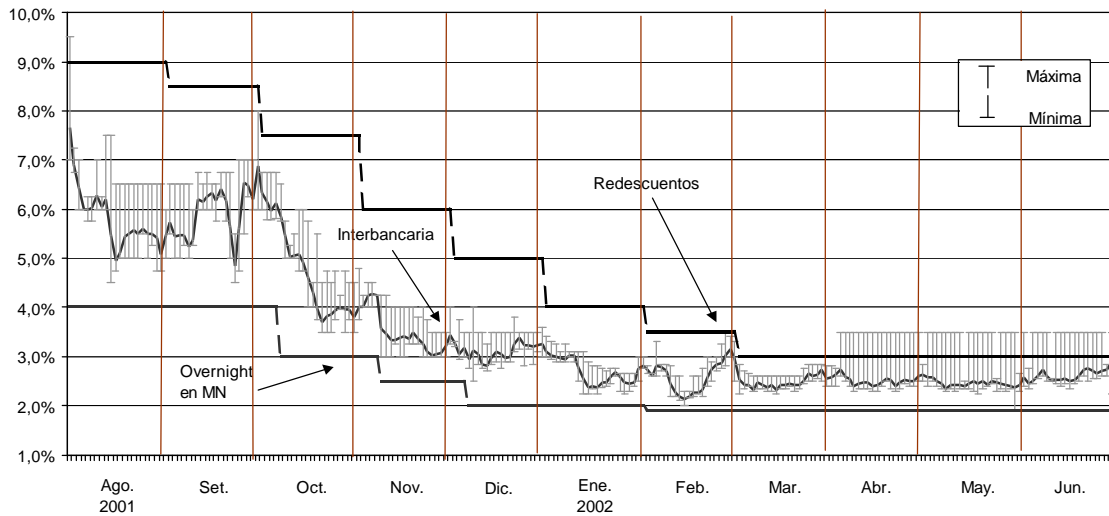
	Tasas de interés promedio	Desviación estándar	Coefficiente de variabilidad
Año 2001 1/	8,6	2,0	23,2
Ene. 2002	2,7	0,3	9,4
Feb.	2,6	0,3	12,1
Mar.	2,5	0,1	4,6
Abr.	2,5	0,1	3,3
May.	2,5	0,1	2,7
Jun.	2,6	0,1	4,4

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

36. Los anuncios de la meta operativa del mes y de las tasas de interés de referencia para las operaciones monetarias del Banco Central han orientado la evolución de la tasa de interés interbancaria. Así, desde agosto de 2001 la tasa de interés promedio del día se ha ubicado dentro del corredor definido por las tasas de interés de referencia para las operaciones monetarias del BCR. La volatilidad de esta tasa también se ha reducido a medida que la amplitud de este corredor ha disminuido. Los montos de las transacciones interbancarias a tasas de interés fuera del corredor no han sido significativos.

Gráfico 18

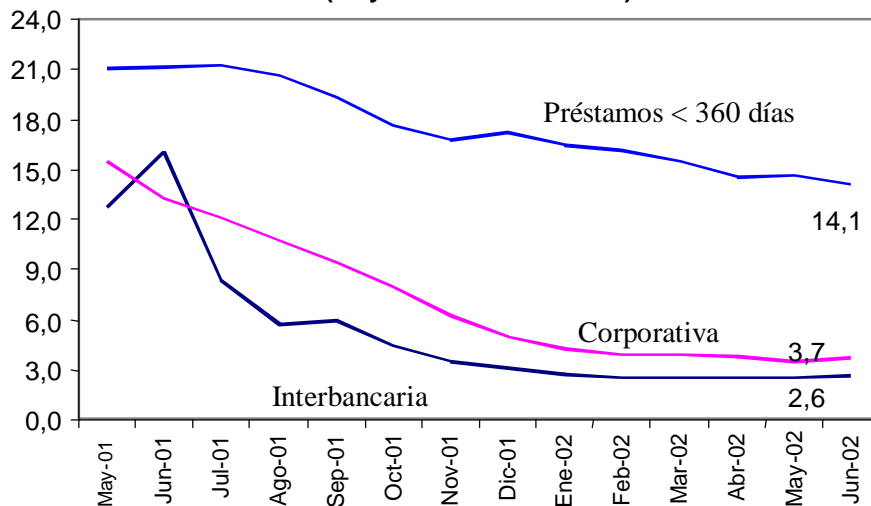
Tasa de Interés en Moneda Nacional  
Agosto 2001 - Junio 2002



Tasas de interés

37. La mayor flexibilidad de la política monetaria se reflejó en el descenso de las tasas de interés en soles. Así, la tasa de interés para préstamos a 90 días en soles para clientes corporativos de menor riesgo se redujo de 5 por ciento en diciembre de 2001 a 3,7 por ciento en junio de 2002. De manera similar, la tasa de interés para préstamos hasta 360 días pasó de 17,2 por ciento a 14,1 por ciento en el mismo periodo.

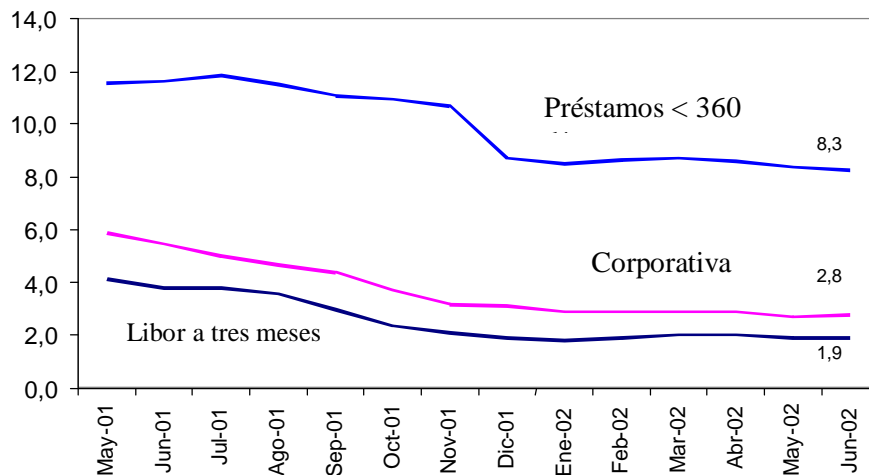
Gráfico 19  
Tasas de interés nominales en soles  
(Mayo 2001 - Junio 2002)



38. La tasa de interés para préstamos a 90 días en dólares a los clientes corporativos de menor riesgo disminuyó de 3,1 por ciento en diciembre de 2001 a 2,8 por ciento en junio de 2002. Por su parte, la tasa de

interés para préstamos hasta 360 días se redujo de 8,7 por ciento a 8,3 por ciento en el mismo período. La evolución de estas tasas estaría reflejando la estabilidad que han mostrado las tasas de interés internacionales (Libor a 3 meses en 1,9 por ciento).

**Gráfico 20**  
**Tasas de interés nominales**  
(Mayo 2001 - Junio 2002)



39. La tasa de interés de las colocaciones de Certificados de Depósitos del BCR (CDBCRP) pasó de 3,9 por ciento en diciembre de 2001 a 3,0 por ciento en junio de 2002. Es importante mencionar que, en general, las tasas de interés para los distintos plazos de CDBCRP han seguido una trayectoria descendente hasta febrero de 2002. A partir de marzo estas tasas de interés se han mostrado relativamente estables e incluso crecientes desde mayo.

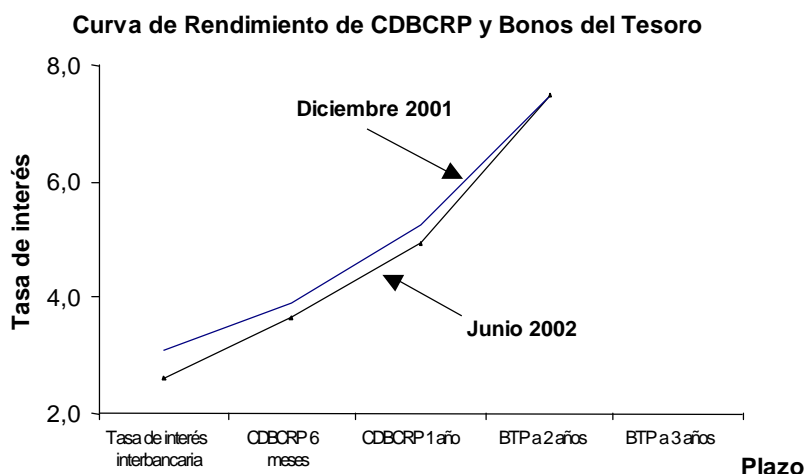
En el caso de operaciones a más largo plazo (dos y tres años), representadas por los bonos del Tesoro Público, las tasas de interés muestran una reversión de la tendencia decreciente desde marzo de 2002.

**Cuadro 14**  
**Tasas de interés**  
(En porcentajes)

	Interbancaria	CDBCRP			BTP	
		6 meses	9 meses	1 año	2 años	3 años
Diciembre 2001	3,1	3,9		5,3	7,5	
Enero 2002	2,7	3,5	4,1	4,5	6,4	7,8
Febrero	2,6		3,8		6,0	7,2
Marzo	2,5	3,3	3,8	4,0	6,8	7,9
Abril	2,5	3,3	3,8			
Mayo	2,5	3,4	4,0		7,3	
Junio	2,6	3,7		4,9	7,5	

40. Observando la curva de rendimientos por plazo de los CDBCRP y los bonos del Tesoro Público, se aprecia un desplazamiento hacia debajo de ésta, lo que revela una disminución generalizada de las tasas de interés de los diferentes plazos, en línea con la evolución de la posición de la política monetaria. Sin embargo, indicadores recientes muestran que las tasas de interés a plazo tienden a subir, reflejando el cambio de las condiciones que condujeron a la reducción de tasas de interés en moneda nacional. En particular, los mercados financieros anticipan una reversión de las tendencias decrecientes de las tasas de interés internacional y doméstica.

Gráfico 21



## VIII MONEDA Y CRÉDITO

### Emisión primaria

41. En los primeros seis meses del año el BCR realizó principalmente operaciones de esterilización monetaria. Así, el saldo a fin de período de la emisión primaria disminuyó S/. 200 millones entre el cierre de 2001 y junio de 2002. Cabe mencionar que en los primeros meses del año se observa una menor demanda de emisión primaria, luego del incremento que generalmente se registra durante las fiestas de fin de año.
42. Las principales operaciones monetarias efectuadas durante el primer semestre del año fueron:
- Colocaciones de CDBCRP por S/. 225 millones. De esta manera, el saldo de CDBCRP pasó de S/. 1 840 millones en diciembre de 2001 a S/. 2 065 millones en junio de 2002 (35 por ciento de la emisión primaria).
  - Aumento de depósitos del sector público en el BCR por S/. 498 millones. Ello estuvo asociado a la regularización del impuesto a

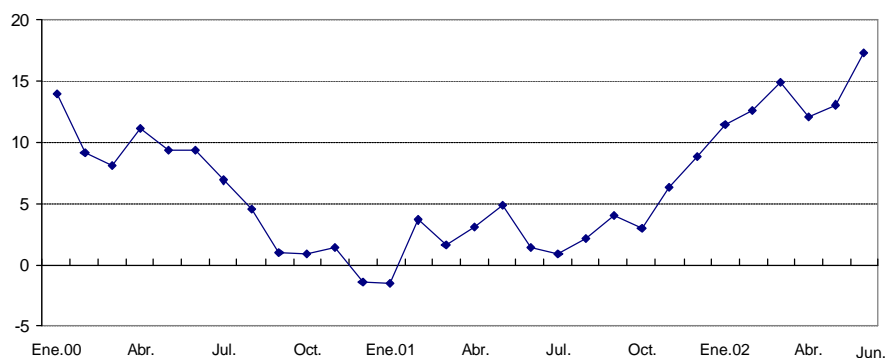
la renta efectuada en abril y a las transferencias de utilidades de entidades del sector público.

- c. Compra de moneda extranjera por S/. 309 millones (US\$ 90 millones) en abril para atenuar la volatilidad del tipo de cambio.
43. La tasa de variación últimos 12 meses del saldo promedio de la emisión primaria durante el primer trimestre de 2002 siguió la tendencia creciente observada a partir de noviembre de 2001, pasando de 6 por ciento en noviembre de 2001 a 11 por ciento en enero y a 15 por ciento en marzo. En abril, la tasa de crecimiento anual fue menor, ubicándose en 12 por ciento, pero volvió a subir en mayo a 13 por ciento y en junio a 17 por ciento. Se espera que el ritmo de crecimiento anual de la emisión primaria disminuya en el segundo semestre.

La mayor demanda por emisión primaria durante estos últimos meses, se explicaría principalmente por la reducción de las tasas de interés y la recuperación de la actividad económica. Así, por ejemplo, la tasa de interés para los depósitos de ahorro en soles ha disminuido de 6,2 por ciento en agosto del 2001 a 1,7 por ciento en junio del presente año, reduciéndose el costo de oportunidad de mantener billetes y monedas. En tal sentido, se considera que el ritmo de crecimiento que viene mostrando la emisión primaria no representaría riesgos de presiones inflacionarias. El Banco Central continuará observando la evolución de los determinantes de la demanda por emisión primaria.

**Gráfico 22**

**Emisión primaria**  
(Variaciones porcentuales 12 meses)



44. Tomando en consideración los niveles de emisión primaria entre enero y junio, se proyecta que el saldo promedio de emisión primaria del año 2002 aumentaría 12,5 por ciento con respecto al promedio del año anterior, lo que representa una revisión hacia arriba de la proyección publicada en el Programa Monetario Anual (7 por ciento). La nueva proyección parte de un crecimiento del PBI nominal de 4,5 por ciento (crecimiento del PBI real de 3,7 por ciento), una disminución de la velocidad de circulación de 9,6 por ciento y un incremento del multiplicador bancario de 2,7 por ciento. Cabe mencionar que la revisión

de la proyección considera una mayor disminución de la velocidad de la liquidez y una menor expansión secundaria del multiplicador bancario con respecto a los supuestos iniciales del Programa Monetario.

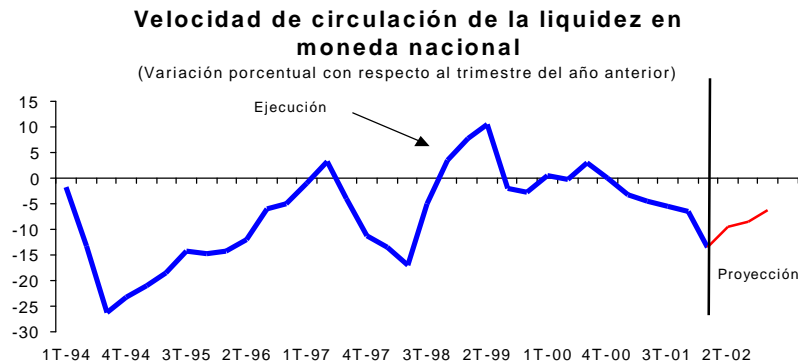
**Cuadro 15**  
**Determinantes del crecimiento promedio de la emisión primaria en el año 2002 <sup>1/</sup>**

	Factores	Variación Proyectada		Comentarios
		Programa Monetario Enero	Revisión Junio	
A	PBI nominal	4,5	4,5	Se mantiene el supuesto de dinamismo de la actividad económica.
B	Velocidad de circulación del dinero	-6,3	-9,6	Mayor demanda por soles, en un contexto de mayor estabilidad en los mercados cambiario y financiero.
C	Multiplicador bancario	4,2	2,7	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	7,0	12,5	Tomando en consideración los cambios en la evolución de los determinantes de la demanda por emisión primaria, con respecto a los supuestos iniciales, se proyecta un mayor crecimiento de esta variable.

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

45. La confianza en el poder adquisitivo de la moneda nacional se ha reflejado en una caída de la velocidad de circulación del sol en 13 por ciento durante el primer trimestre de 2002 con respecto al mismo trimestre del año anterior. Cabe mencionar que este incremento de la remonetización no se registraban desde el primer semestre de 1998. Se espera que en el año la velocidad de circulación disminuya 10 por ciento.

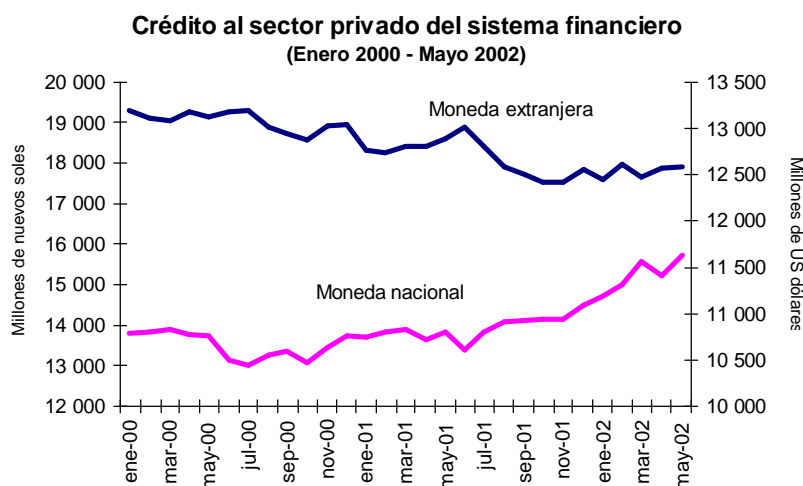
**Gráfico 23**



## Crédito al Sector Privado

46. El crédito del sistema financiero al sector privado, un concepto amplio de financiamiento que incluye colocaciones e inversiones del sistema bancario y del sistema no bancario, aumentó 0,9 por ciento a fines de mayo con respecto a diciembre del 2001. En moneda nacional, la tasa de crecimiento con respecto a diciembre del 2001 fue de 1,1 por ciento, en tanto que en moneda extranjera fue 0,2 por ciento.

**Gráfico 24**



47. Los intermediarios financieros que mostraron un crecimiento más importante en lo que va del año fueron los inversionistas institucionales (7 por ciento o un flujo de S/. 250 millones) y las instituciones financieras especializadas en microfinanzas (5 por ciento o un flujo de S/. 173 millones).

**Cuadro 16**  
**Evolución del Crédito al Sector Privado del Sistema Financiero**

	Dic. 2001	May. 2002	May.02/Dic.01 Var. %
Empresas Bancarias 1/	43 617	43 571	-0,1
Banco de la Nación	347	483	39,2
<b>Instituciones de Microfinanzas</b>	<b>3 382</b>	<b>3 555</b>	<b>5,1</b>
Bancos (Trabajo y MiBanco)	627	703	12,1
Cajas municipales	855	897	4,9
Cajas rurales	242	241	-0,4
Cooperativas de ahorro y crédito	621	630	1,4
Edpymes	177	190	7,3
Empresas financieras	860	894	4,0
<b>Inversionistas Institucionales 2/</b>	<b>3 665</b>	<b>3 915</b>	<b>6,8</b>
AFPS	2 293	2 374	3,5
Empresas de seguros	341	397	16,4
Fondos mutuos	1 031	1 144	11,0
<b>Empresas de Leasing y otros</b>	<b>3 396</b>	<b>3 351</b>	<b>-1,3</b>
<b>Total Sistema Financiero</b>	<b>54 407</b>	<b>54 875</b>	<b>0,9</b>

1/ Excluye Banco del Trabajo y MiBanco.

2/ Comprende inversiones en títulos de renta fija emitidos por el sector privado.

## IX CONCLUSIONES Y BALANCE DE RIESGOS

48. El análisis de las condiciones macroeconómicas internas y externas llevan a concluir que se han reducido los riesgos de una deflación y que la tasa de inflación acumulada en el 2002 se ubicará en el rango meta.
49. Los riesgos que enfrenta la economía están relacionados tanto a acontecimientos internos como externos.
- En el campo interno es necesario considerar los efectos de la continuación de la depresión de la inversión privada en las perspectivas de crecimiento de largo plazo. En este aspecto la política monetaria tiene pocos grados de maniobra, siendo necesario desarrollar un ambiente adecuado para el desenvolvimiento de los negocios. De otro lado, un comportamiento débil de la actividad económica, dificulta la evolución de las finanzas públicas y afecta la confianza de los agentes económicos, lo cual puede llegar a afectar al costo del financiamiento.
  - En el campo externo, el riesgo de contagio de la crisis financiera argentina y de las dificultades para su resolución, ha sido limitado hasta la fecha. Sin embargo, persiste una posición conservadora de los inversionistas externos y un deterioro en la percepción de riesgo respecto a otras economías de la región. La acción preventiva, incluyendo la posición prudente de las políticas macroeconómicas y la solidez de la posición de reservas internacionales, permiten reducir el riesgo de contagio hacia nuestra economía.
50. A fin de adoptar una perspectiva de mediano plazo, el Directorio del Banco Central ha aprobado que la meta de inflación de 2,5 por ciento, con un rango de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo, se mantenga para el año 2003 y en adelante.



**Anexo 1**  
**PRODUCTO BRUTO INTERNO**  
(Variación porcentual respecto al mismo trimestre del año anterior)

	2001				Año	2002
	I	II	III	IV		I
<b>I. PBI Primario</b>	<b><u>-3,4</u></b>	<b><u>-0,2</u></b>	<b><u>6,8</u></b>	<b><u>5,1</u></b>	<b><u>1,9</u></b>	<b><u>9,4</u></b>
Agropecuario	-1,7	-2,8	1,4	1,5	-0,6	7,4
Pesca	-6,6	2,3	-20,6	-34,7	-13,3	-22,1
Minería e hidrocarburos	-3,5	3,6	21,2	22,9	11,2	23,7
Procesadores de recursos primarios	-6,3	2,4	0,1	-7,9	-2,9	-3,6
<b>II. PBI No Primario</b>	<b><u>-2,2</u></b>	<b><u>-1,0</u></b>	<b><u>0,0</u></b>	<b><u>2,6</u></b>	<b><u>-0,2</u></b>	<b><u>1,6</u></b>
Industria no primaria	-2,3	0,0	-1,0	1,1	-0,6	0,0
Construcción	-15,7	-6,0	-8,3	6,9	-6,0	10,3
Comercio	-0,2	-2,4	0,8	2,0	0,0	-0,1
Otros servicios	-1,3	-0,3	0,9	2,6	0,4	1,6
<b>III. PBI GLOBAL</b>	<b><u>-2,4</u></b>	<b><u>-0,8</u></b>	<b><u>1,2</u></b>	<b><u>3,0</u></b>	<b><u>0,2</u></b>	<b><u>3,0</u></b>

**Anexo 2**  
**INGRESO NACIONAL DISPONIBLE**  
(Variación porcentual respecto al mismo trimestre del año anterior)

	2001				Año	2002
	I	II	III	IV		I
<b>I. Producto bruto interno (PBI)</b>	<b><u>-2,4</u></b>	<b><u>-0,8</u></b>	<b><u>1,2</u></b>	<b><u>3,0</u></b>	<b><u>0,2</u></b>	<b><u>3,0</u></b>
II. Producto nacional bruto (PNB)	-2,0	0,0	0,9	4,7	0,9	3,2
III. Ingreso nacional bruto (IN)	-2,4	0,6	-1,5	2,8	-0,2	1,9
<b>IV. Ingreso nacional disponible (IND)</b>	<b><u>-2,4</u></b>	<b><u>0,6</u></b>	<b><u>-1,6</u></b>	<b><u>2,6</u></b>	<b><u>-0,2</u></b>	<b><u>1,5</u></b>
V. Absorción	-1,6	0,2	-3,2	0,0	-1,1	-0,5

**Anexo 3**  
**PRODUCTO BRUTO INTERNO**  
(Variación porcentual respecto al mismo trimestre del año anterior)

	2001					2002
	I	II	III	IV	Año	I
<b>I. DEMANDA GLOBAL (1 + 2)</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>
1. Demanda Interna	-1,6	-1,2	-0,3	0,6	-0,7	1,0
a. Consumo privado	2,0	1,2	1,0	1,1	1,3	2,4
b. Consumo público	-6,9	-3,0	0,5	7,1	-0,5	3,7
c. Inversión bruta interna	-12,2	-8,5	-6,2	-4,8	-8,0	-6,0
Inversión bruta fija	-11,2	-12,4	-7,4	-2,2	-8,3	-5,6
- Privada	-6,4	-7,7	-4,7	-3,7	-5,6	-5,7
- Pública	-31,9	-28,7	-18,5	3,7	-19,0	-4,5
2. Exportaciones	1,8	3,0	13,2	8,7	6,9	5,4
<b>II. OFERTA GLOBAL (3 + 4)</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>
3. Producto Bruto Interno	-2,4	-0,8	1,2	3,0	0,2	3,0
4. Importaciones	<b>6,4</b>	<b>0,7</b>	<b>4,7</b>	<b>-4,7</b>	<b>1,6</b>	<b>-5,9</b>