

Banco Central de Reserva del Perú
Jirón Antonio Miró Quesada 441, Lima - 1
Teléfono: 613-2000 - Fax: 311-1400
Correo electrónico: webmaster@bcrp.gob.pe

REPORTE DE INFLACIÓN:

Evolución y perspectivas

Agosto 2004

RESUMEN EJECUTIVO	5
I. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN Y CONDICIONES MACROECONÓMICAS	7
I.1 Inflación	7
I.2 Tipo de cambio	14
I.3 Demanda Interna y PBI.....	19
I.4 Cuentas externas	24
I.5 Gasto público y cuentas fiscales	27
I.6 Tasas de interés	30
I.7 Liquidez y crédito	35
II. PROYECCIONES	38
II.1 Actividad económica	38
II.2 Sector externo	43
II.3 Cuentas fiscales.....	51
II.4 Inflación	53
III. BALANCE DE RIESGOS	55
CONCLUSIONES	56

RESUMEN EJECUTIVO

- En el presente Reporte de Inflación se analiza la evolución de la política monetaria en lo que va del año y las proyecciones macroeconómicas para el periodo 2004-2005.

La ejecución de la tasa de inflación ha estado por encima de lo previsto en el precedente Reporte de Inflación de Mayo de 2004 debido a una mayor magnitud y duración de los choques de oferta que ha enfrentado nuestra economía. Estos choques, por su naturaleza, tienen un impacto transitorio sobre la tasa de inflación ya que corresponden tanto a mayores precios internacionales de algunos insumos alimenticios (trigo y aceite de soya) y del petróleo, como a mayores precios internos de algunos productos agrícolas por condiciones climatológicas adversas.

- Dado el carácter transitorio de estos choques, la posición de la política monetaria se mantuvo estable (tasa interbancaria de 2,5 por ciento) hasta julio de 2004. En agosto, el Banco Central ajustó su política monetaria hacia una posición menos expansiva mediante un aumento de sus tasas de interés de referencia en 25 puntos básicos (tasa interbancaria de 2,75 por ciento).
- Para los siguientes meses del año 2004, se proyecta que la tasa de inflación acumulada a 12 meses revertirá su tendencia creciente y se ubicará alrededor del límite superior del rango meta (3,5 por ciento) al cerrar el año. La reversión parcial de los choques de oferta que se espera para el próximo año permitirá que la tasa de inflación se ubique alrededor del nivel meta (2,5 por ciento).

Se mantienen las perspectivas de condiciones externas favorables para la economía peruana en el escenario central de proyección de inflación para el año 2004, aunque con un menor crecimiento de nuestros términos de intercambio por efecto de mayores precios internacionales de combustible. Asimismo, se han consolidado las perspectivas de

recuperación de la economía mundial, tendencia que se atenuaría durante el 2005 con una trayectoria creciente de las tasas de interés de Estados Unidos, consistente con un retorno gradual hacia una posición menos expansiva en su política monetaria.

- Se ha revisado hacia arriba la proyección de crecimiento del PBI para el 2004 de 4,0 a 4,3 por ciento y se mantiene la proyección de incremento de 4,5 por ciento para el próximo año. El mayor dinamismo de la actividad económica en el año 2004 viene dado por un mayor crecimiento de la inversión privada (de 7,2 a 9,1 por ciento) y de las exportaciones (de 7,9 a 9,0 por ciento). Para el año 2005, este crecimiento continuaría siendo impulsado por las exportaciones (5,4 por ciento) y la inversión privada (7,2 por ciento). Esta evolución de los componentes del gasto agregado sugiere que la economía continúa elevando su capacidad de producción (PBI potencial) y de acceso a los mercados externos, lo cual conduce al logro de tasas de crecimiento sostenido, esto es, sin presiones inflacionarias ni poniendo en riesgo la viabilidad de la balanza de pagos.

Las proyecciones consideran el escenario de trayectoria de un déficit fiscal decreciente contemplado en el Marco Macroeconómico Multianual para el período 2005-2007.

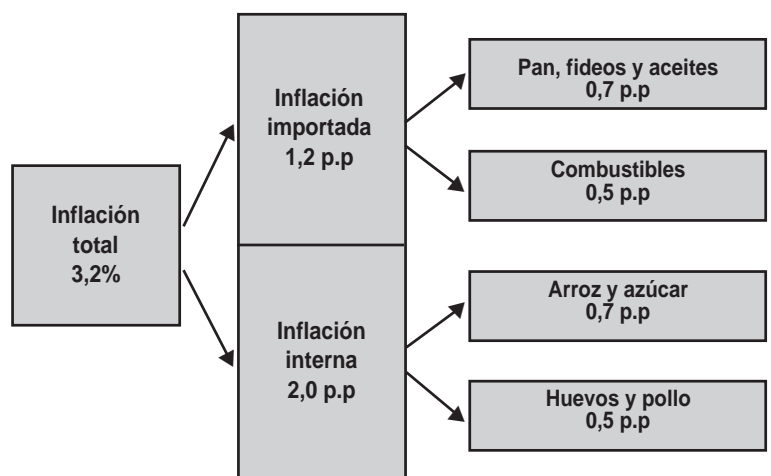
- Los factores que podrían afectar las proyecciones de inflación y del nivel de actividad económica contenidas en el presente Reporte se vinculan principalmente con el lado de la oferta.

I EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN Y CONDICIONES MACROECONÓMICAS

I.1 Inflación

1. La **inflación acumulada** entre enero y agosto de este año ha venido siendo afectada por factores del lado de la oferta de bienes, todos los cuales se pueden calificar como transitorios. Así, del incremento acumulado del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de 3,2 por ciento, 1,2 puntos porcentuales son explicados por efecto del aumento de precios de bienes importados y 2,0 puntos porcentuales por la inflación interna. En el caso de este último resultado, 0,7 puntos porcentuales corresponden al aumento de precios del arroz y azúcar, productos que fueron afectados por un período de sequía y medidas restrictivas a las importaciones.

El siguiente diagrama muestra los efectos de los choques de oferta sobre los precios de productos que constituyen 18 por ciento de la canasta de consumo, los mismos que contribuyen con 2,4 puntos de la inflación acumulada de enero a agosto (3,2 por ciento).



(*) p.p: puntos porcentuales.

Cuadro 1

CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - AGOSTO 2004 (Puntos porcentuales)

Rubros	Pond.	Var. %	Contribución positiva	Rubros	Pond.	Var. %	Contribución negativa
Pan, fideos y aceites	5,4	11,2	0,65	Papa	1,5	-9,6	-0,18
Combustibles	3,9	11,2	0,54	Art. del cuidado personal	4,5	-2,5	-0,11
Azúcar	1,4	35,2	0,44	Cítricos	0,7	-15,8	-0,10
Arroz	2,3	13,7	0,30	Uva	0,1	-26,9	-0,06
Huevos	0,7	36,3	0,27	Cigarrillos	0,1	-13,9	-0,03
Carne de pollo	4,0	6,8	0,24				
Total			2,44				-0,48

Fuente: INEI
Elaboración: BCRP

2. La **inflación importada**, que comprende los rubros de la canasta del consumidor que son afectados, en forma directa o indirecta, por las cotizaciones internacionales y el tipo de cambio, acumuló una variación de 9,0 por ciento en el período enero-agosto de 2004 (1,2 por ciento en el mismo período de 2003). Los principales cambios en la inflación importada se dieron tanto en alimentos como pan, fideos y aceites, cuanto en combustibles.

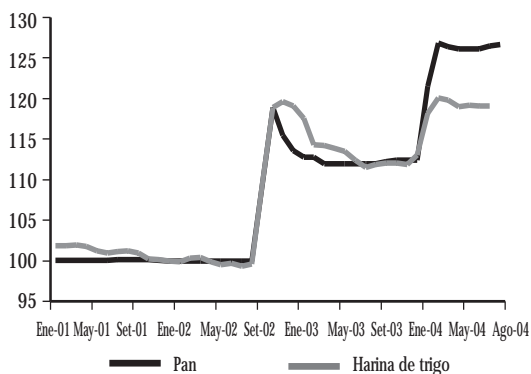
Cuadro 2

INFLACIÓN IMPORTADA E INTERNA (Variación porcentual acumulada)

	Ponderación	2003		2004
		Ene-Ago	Ene-Dic	Ene-Ago
I. IPC IMPORTADO	12,1	1,21	3,03	9,03
Alimentos	5,4	-1,26	-0,10	11,22
Combustibles	3,9	5,22	8,94	11,25
Aparatos electrodomésticos	1,0	-1,57	-1,91	-2,49
Medicinas	1,4	1,25	1,74	3,27
Compra de vehículos	0,4	-0,39	0,29	-0,98
II. IPC INTERNO	87,9	1,11	2,40	2,31
III. IPC	100,0	1,12	2,48	3,20

Fuente: INEI
Elaboración: BCRP

Gráfico 1
PRECIO DEL PAN Y DE HARINA DE TRIGO
(Índices con base en diciembre 2001 = 100)



- a. **Pan (3,7 por ciento de la canasta):** El aumento del precio del pan se concentró en enero y febrero de 2004, debido al incremento de la cotización internacional del trigo de US\$ 116 por T.M. en julio de 2003 a US\$ 147 por T.M. en enero de 2004 y su efecto sobre el precio interno de harina.

Gráfico 2
PRECIO DE FIDEOS
(Índice con base en diciembre 2001 = 100)



Gráfico 3
PRECIO DE ACEITES
(Índice con base en diciembre 2001 = 100)

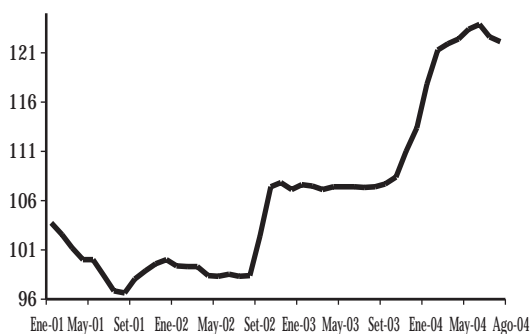
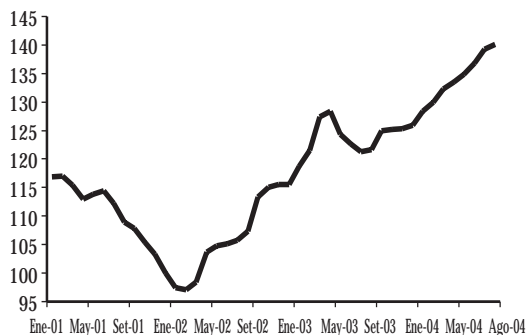


Gráfico 4
PRECIO DE COMBUSTIBLES
(Índice con base en diciembre 2001 = 100)



La evolución de la cotización del trigo en el mercado internacional se explicó por una menor producción de Estados Unidos y Europa, por las condiciones climáticas adversas que afectaron las siembras y los rendimientos, así como por un aumento de la demanda proveniente de China. En consecuencia, los inventarios internacionales alcanzaron los niveles más bajos de los últimos cinco años. Sin embargo, las mejores perspectivas de producción para la campaña 2004-2005 determinaron una corrección de la cotización, que a agosto de 2004 se ubicó en US\$ 122 por T.M., con una tendencia a la baja.

b. Fideos (1,0 por ciento de la canasta): Entre enero y agosto de 2004, el precio de fideos aumentó 8,2 por ciento, registrado principalmente en enero y febrero (4,9 por ciento) y, en menor medida, en los meses de abril y junio. A diferencia del pan, el traslado de la variación de la cotización internacional del trigo y del precio interno de la harina de trigo a precios al consumidor de fideos es menor y se presenta con rezago.

c. Aceites (0,8 por ciento de la canasta): El aumento del precio de aceite se registró principalmente entre noviembre de 2003 y febrero de 2004 (12 por ciento), y refleja la evolución de la cotización internacional del aceite de soja, que pasó de US\$ 445 por T.M. en agosto de 2003 a US\$ 754 por T.M. en marzo de 2004, para luego disminuir a US\$ 565 por T.M. en agosto.

La evolución de la cotización de soja en el mercado internacional se explicó por una mayor demanda de China, no obstante una mayor producción mundial.

d. Combustibles (3,9 por ciento de la canasta): La cotización internacional del petróleo *West Texas Intermediate (WTI)* aumentó de US\$ 32,1 por barril en diciembre de 2003 a US\$ 44,9 por barril en agosto de 2004 (40 por ciento). La evolución de la cotización del petróleo obedece a las restricciones de oferta de los principales países productores, así como a problemas de seguridad en Medio Oriente y a comportamientos especulativos, en un contexto de mayor demanda mundial.

En este contexto, los precios internos de combustibles aumentaron, en promedio, 11,2 por ciento en el período enero-agosto de 2004. Con el fin de evitar mayores aumentos de estos precios en el mercado interno, el gobierno promulgó el Decreto de Urgencia 003-2004, mediante el cual se estableció un esquema de estabilización de precios de combustibles derivados del petróleo.

Cuadro 3

PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES CONSIDERADOS EN EL IPC

(Variación porcentual mensual)

	2003							2004								
	Jul.	Ago.	Set.	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.-Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Ene.-Ago.
Combustibles	-1,1	0,3	2,8	0,2	0,1	0,5	8,9	1,9	1,3	1,8	1,0	1,0	1,5	1,8	0,6	11,2
Gasolina	-2,4	0,2	5,4	-0,5	-0,2	0,2	9,7	0,8	0,8	2,4	1,1	1,6	2,0	-0,2	0,7	9,6
Gas	-0,3	0,6	0,1	0,1	0,2	0,1	4,2	2,7	2,2	1,2	0,7	0,2	0,7	5,5	0,0	14,0
Kerosene	-0,4	0,2	2,4	1,2	0,4	1,2	13,0	2,5	0,9	1,6	1,0	0,9	1,6	0,6	0,9	10,5
Cotización WTI 1/																
US\$ por barril	30,8	31,6	28,3	30,3	31,1	32,1		34,2	34,8	36,7	37,1	40,3	38,3	40,7	44,9	
Var. %	0,1	2,7	-10,4	7,1	2,7	3,0	8,9	6,8	1,5	5,5	1,1	8,5	-4,9	6,3	10,2	40,0

1/ West Texas Intermediate

RECUADRO 1

MECANISMO DE ESTABILIZACIÓN DE PRECIOS DE COMBUSTIBLES

Con el fin de evitar que el aumento de la cotización internacional de los combustibles afectara aún más los precios, el 27 de mayo el gobierno dictó el Decreto de Urgencia 003-2004, mediante el cual se estableció un mecanismo de estabilización de precios por 120 días que consistía en compensar el aumento de precios internacionales con una reducción del Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) de combustibles.

PRECIOS REFERENCIALES PUBLICADOS POR OSINERG Y REDUCCIÓN DEL ISC (En S/. por galón)

	Banda Inferior	Al 10 de Agosto	Banda Superior	17 jul.	Reducción del ISC		Reducción acumulada
	1/	2/	3/		4 ago.	17 ago.	
Gasolina 84	4,91	4,58	5,45				
Gasolina 90	5,18	4,93	5,76				
Gasolina 95	5,50	5,32	6,11				
Gasolina 97	5,59	5,44	6,21				
Kerosene	4,44	5,15	4,93			0,07	0,07
Diesel 2	4,03	4,90	4,48	0,05	0,08	0,06	0,19
Residual 6		2,87					
Residual 500		2,71					
Gas Licuado	3,20	4,03	3,55		0,20	0,06	0,26

1/ Establecidas por D.U. 003-2004 (27/05/04). La banda superior corresponde al precio referencial de OSINERG al 21-5-2004.

2/ Promedio de las últimas 10 cotizaciones, incluye costos de importación y margen comercial.

Fuente: OSINERG

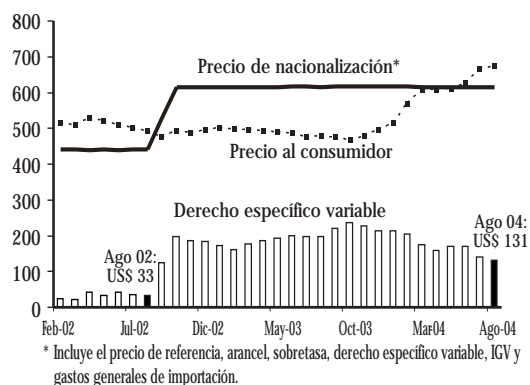
El mecanismo consistió en fijar una banda inferior y superior de precios de cada derivado de combustibles. La banda superior se fijó en base al último cálculo de precios de referencia de OSINERG previo al 27 de mayo. Si los precios de OSINERG superaban por 14 días la banda superior, se procedía a realizar la reducción del ISC.

De este modo, hasta el 17 de agosto, fecha del último reajuste del ISC, la norma se aplicó en tres oportunidades reduciéndose en total el ISC del diesel 2 en S/. 0,19 por galón, el del kerosene en S/. 0,07 por galón y del gas licuado en S/. 0,26 por galón.

Con esta medida se evitó que el precio del diesel subiera en 3 por ciento, el del kerosene en 1 por ciento, y el del gas en 5 por ciento.

Si bien el mecanismo de estabilización de precios de combustibles generaría una menor recaudación por ISC, este efecto se compensa por la mayor recaudación que se estaría generando por IGV, rodaje y aranceles como consecuencia de los mayores precios que han ocasionado el aumento de la base gravable respecto a lo que se tenía proyectado inicialmente. Así, se estima que en términos netos el efecto en el 2004 sería nulo.

Gráfico 5
SISTEMA DE FRANJA DE PRECIOS DEL AZÚCAR
(US\$ por T.M.)



3. **La inflación de los componentes internos** de la canasta acumuló una variación de 2,3 por ciento en el período enero-agosto de 2004 (1,1 por ciento en el mismo período de 2003), explicado principalmente por la evolución de los precios de alimentos como azúcar, arroz, huevos y carne de pollo.

a. **Azúcar (1,4 por ciento de la canasta):** El precio del azúcar presenta una tendencia creciente desde noviembre de 2003, debido a la menor producción por efecto de los problemas climáticos que afectaron los rendimientos, así como por las paralizaciones de las empresas agroindustriales por problemas financieros y de gestión. Por ello, la producción disminuyó 21 por ciento en enero-julio de 2004 con respecto al mismo período de 2003.

Las importaciones no tuvieron un impacto regulador en los precios debido a que el grado de protección total al azúcar aumentó en forma significativa. Así, el derecho específico variable aumentó de US\$ 33 T.M. en agosto de

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

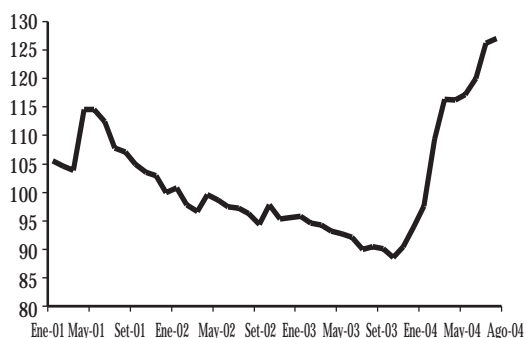
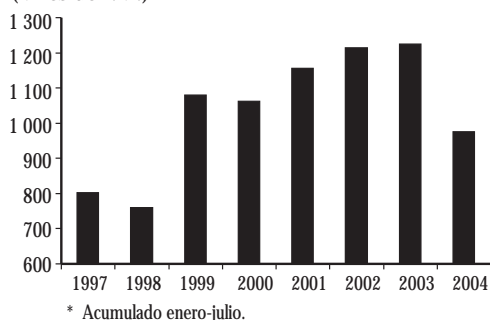


Gráfico 7
PRODUCCIÓN ARROZ PILADO*
(Miles de T.M.)



2002 a US\$ 131 por T.M. en la primera quincena de agosto de 2004, permitiendo que la menor oferta se traslade a precios.

- b. Arroz (2,3 por ciento de la canasta): El aumento del precio de arroz, registrado principalmente entre noviembre de 2003 y marzo de 2004 (18 por ciento), refleja la menor producción por las menores siembras de este cultivo, debido a la escasez de agua en la costa norte del país, principalmente en Lambayeque y Piura. Por ello, la producción de arroz pilado disminuyó 21 por ciento en el período enero-julio de 2004 respecto al mismo período de 2003.

En este producto las importaciones tampoco regularon el precio al consumidor debido a la prohibición de emitir permisos fitosanitarios a la importación de arroz procedente de Asia. En marzo de 2004, mediante Resolución Jefatural N° 064-2004-AG-Senasa, se estableció dicha prohibición por 90 días con la finalidad de evitar el contagio de la fiebre aviar que se presentó en Asia, la cual ha sido prorrogada en junio (60 días) y agosto (45 días) del presente año (Resolución Jefatural N° 141 y N° 194-2004-AG-Senasa).

- c. Huevos (0,7 por ciento de la canasta): El precio de huevos aumentó 36 por ciento en el período enero-agosto de 2004, luego de la reducción de -9 por ciento registrada durante el 2003. Este incremento se explica por las menores colocaciones de aves de postura (-8 por ciento entre enero y agosto de 2003 y 2004).
- d. Carne de pollo (4,0 por ciento de la canasta): El aumento en el precio se concentró en los meses de junio y julio de 2004 y fue producto principalmente de dos factores, el aumento en la demanda, debido a la escasa disponibilidad de sustitutos como el jurel y, en menor medida, el incremento acumulado en el costo de producción (aumento del precio del maíz).

Por un lado, las condiciones adversas del mar y la mayor rentabilidad en la extracción de anchoveta, implicaron una reducción en la oferta de jurel. De otro lado, el aumento en la cotización internacional del maíz, que entre julio de 2003 y abril de 2004 aumentó 31 por ciento, fue incorporado con rezago en el costo de producción por las empresas del sector. Cabe precisar que el precio al por mayor de este producto en el mercado interno aumentó 5,0 por ciento entre enero y agosto de 2004.

Gráfico 8
VOLUMEN DE AGUA DE LOS PRINCIPALES RESERVORIOS
(Miles de m3)

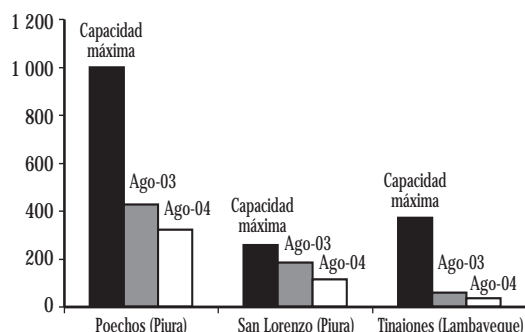


Gráfico 9
PRECIO DE ARROZ
(Índice con base en diciembre 2001 = 100)

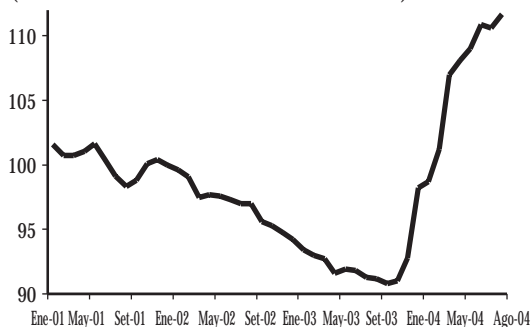
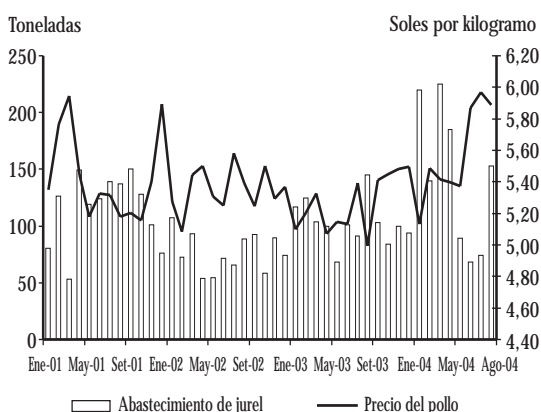


Gráfico 10
ABASTECIMIENTO DE JUREL Y PRECIO DEL POLLO



Inflación subyacente y no subyacente

4. La **inflación subyacente**, indicador de tendencia inflacionaria que excluye los alimentos que presentaron una mayor variabilidad en sus precios entre 1995 y 2001; combustibles, servicios públicos y tarifas de transporte, acumuló un incremento de 2,3 por ciento entre enero y agosto de 2004. Cabe mencionar que parte de la inflación subyacente también fue afectada por la inflación importada.

La **inflación no subyacente** registró una variación acumulada entre enero y agosto de 2004 de 5,1 por ciento, por efecto de los mayores precios de alimentos y combustibles, que explican 3,2 y 1,6 puntos porcentuales de esta variación, respectivamente.

Cuadro 4

INFLACIÓN

(Variación porcentual acumulada)

	Ponderación	2003		2004	
		Ene-Ago	Ago 02/ Ago 03/	Ene-Ago	Ago 03/ Ago 04/
I. INFLACIÓN SUBYACENTE	68,3	0,24	1,38	2,25	2,79
Bienes	41,8	-0,37	1,22	2,81	3,49
Alimentos y bebidas	20,7	-1,38	1,67	6,03	7,43
Textiles y calzado	7,6	0,61	0,72	0,85	1,15
Aparatos electrodomésticos	1,0	-1,57	-1,78	-2,49	-2,83
Resto de productos industriales	12,5	0,81	1,04	-0,94	-1,05
Servicios	26,6	1,20	1,62	1,38	1,71
Comidas fuera del hogar	12,0	0,75	1,49	1,43	1,94
Educación	5,1	2,82	3,02	3,43	3,63
Salud	1,3	1,41	2,87	-0,04	0,73
Alquileres	2,3	0,89	0,30	-0,26	-0,17
Resto de servicios	5,9	0,78	0,87	0,40	0,47
II. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	31,7	3,03	3,02	5,14	8,38
Alimentos	14,8	-0,69	-3,59	7,27	13,68
Combustibles	3,9	5,22	13,36	11,25	15,18
Transportes	8,4	10,47	11,02	-0,02	0,44
Servicios públicos	4,6	-0,90	0,42	2,02	0,91
III. INFLACIÓN	100,0	1,12	1,89	3,20	4,59
Nota: Inflación sin alimentos y combustibles	62,8	1,86	2,32	0,62	0,73

Fuente: INEI

Elaboración: BCRP

Gráfico 11
INFLACIÓN NACIONAL: ENERO-JULIO 2004
(Variación porcentual acumulada)

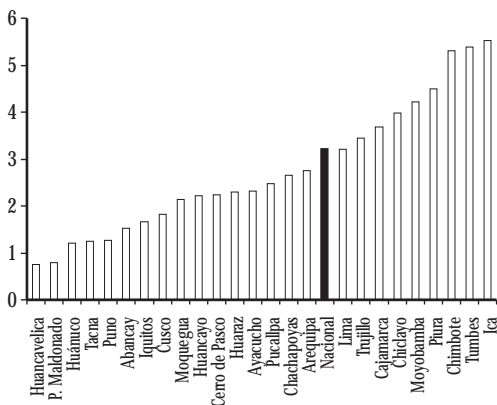


Gráfico 12
ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL
(1994 = 100)

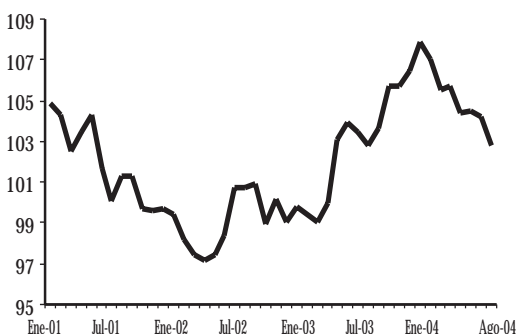
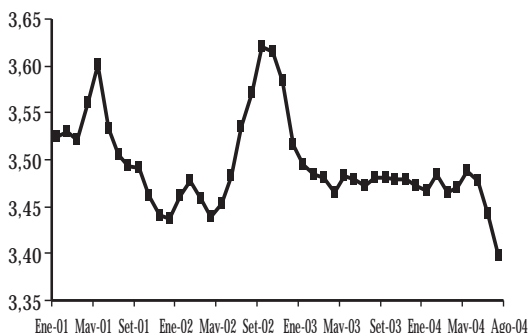


Gráfico 13
TIPO DE CAMBIO VENTA MENSUAL
S/. por dólar



Inflación nacional

- Desde enero de 2003, el INEI presenta un índice agregado nacional de precios al consumidor sobre la base de índices de precios correspondientes a 25 ciudades. El aumento de precios acumulado entre enero y julio de 2004 fue de 3,2 por ciento, similar al de Lima Metropolitana. En 16 ciudades se registró un incremento del IPC menor que el promedio nacional, mientras que en las restantes 9 ciudades el registro inflacionario fue mayor que el promedio nacional.

L2 Tipo de cambio

- Entre enero y agosto de 2004, el tipo de cambio nominal registró una disminución de 2,2 por ciento respecto al nivel observado en diciembre de 2003. En términos reales, se registró una apreciación de 3,4 por ciento, resultado de la apreciación nominal antes señalada y del diferencial entre la inflación interna de 3,2 por ciento y la variación del índice de precios externo estimada en 1,9 por ciento. Respecto a agosto del año pasado, el tipo de cambio real multilateral se ha mantenido constante.
- La variación del índice de precios externos recoge el efecto de la variación en las cotizaciones de las monedas de nuestros principales socios comerciales respecto al dólar. Entre enero y agosto, el dólar se apreció respecto al yen (2,1 por ciento), al euro (0,8 por ciento), al dólar canadiense (0,7 por ciento) y algunas monedas de la región; pero se depreció respecto a la libra esterlina (4,0 por ciento) y las monedas de Asia (de Corea 2,9 por ciento). En la región, el dólar se apreció respecto al bolívar (20 por ciento), peso chileno (5,3 por ciento), real brasileño (2,6 por ciento), peso mexicano (1,1 por ciento), peso boliviano (1,6 por ciento) y peso argentino (3,1 por ciento); pero se depreció respecto al peso colombiano (7,6 por ciento).
- Durante el período enero-agosto 2004, el tipo de cambio nominal fluctuó entre S/. 3,36 y S/. 3,52 por dólar. Hasta la mitad del año el tipo de cambio registró una evolución estable con fluctuaciones entre S/. 3,45 (en enero) y S/. 3,52 (en febrero). Desde mediados de junio se observó una clara evolución apreciatoria que se acentuó desde julio. El 31 de agosto la cotización alcanzó su valor mínimo en el año (S/. 3,359 por dólar).

Cuadro 5

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES

(S/. por unidad monetaria)

	Ponderación *	Var. % Tipo de cambio Nominal			Var. % Tipo de cambio Real		
		Ago.04	Ago.04	Ago.04	Ago.04	Ago.04	Ago.04
		Dic.96	Ago.03	Dic.03	Dic.96	Ago.03	Dic.03
EUA	25,1%	31,3	-2,4	-2,2	20,6	-4,1	-2,4
Euro zona	20,1%	26,7	6,8	-3,0	12,2	4,0	-4,6
Japón	10,3%	35,5	5,2	-4,2	3,0	0,3	-7,2
Brasil	6,4%	-54,6	-2,4	-4,7	-40,1	-0,1	-3,0
Reino Unido	5,8%	43,5	11,4	1,7	33,1	9,3	0,1
Chile	4,8%	-12,7	8,1	-7,1	-13,4	4,9	-8,1
China	4,3%	31,6	-2,4	-2,2	5,9	-1,4	-1,9
Colombia	4,0%	-49,4	7,8	5,9	-18,4	9,4	7,6
México	3,4%	-9,2	-8,1	-3,3	37,3	-8,2	-4,3
Argentina	3,4%	-56,5	-7,0	-5,1	-50,7	-6,2	-4,1
Corea	3,3%	-4,9	-0,7	0,7	-3,4	-0,5	1,0
Taiwán	2,5%	6,1	-1,6	-2,2	-14,4	-3,8	-3,5
Venezuela	2,5%	-67,5	-18,7	-18,5	30,0	-5,0	-9,7
Canadá	2,4%	36,2	3,8	-2,2	22,5	1,3	-3,4
Bolivia	1,8%	-14,4	-5,2	-3,8	-13,8	-5,3	-4,3
Canasta		4,1	1,2	-2,9	3,5	0,0	-3,4

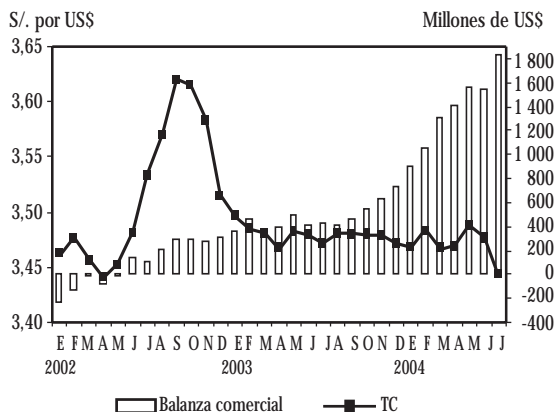
* Peso con respecto al comercio del año 1994.

Fuente: FMI, SBS y Reuters

Elaboración: BCRP

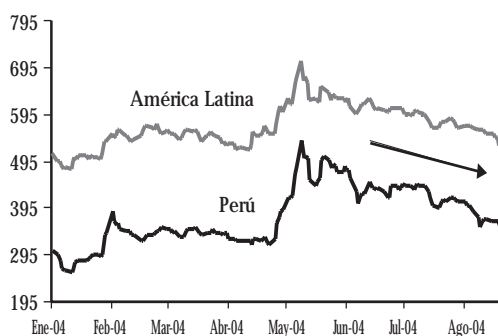
9. La tendencia apreciatoria del sol se vincula a la mejora en la posición de nuestras cuentas externas mientras que la acentuación de dicha tendencia en agosto obedece además a movimientos de portafolio hacia el sol de parte de agentes económicos, en particular inversionistas institucionales y empresas bancarias. Los factores que han contribuido a la apreciación del nuevo sol son:

Gráfico 14
TIPO DE CAMBIO Y BALANZA COMERCIAL ANUAL



- a. **Mejora de los precios y volumen de exportación:** La balanza comercial registra un incremento en su superávit de US\$ 187 millones a US\$ 1 009 millones entre el primer semestre del año pasado y el primer semestre de este año. Esta mejora se asocia a un incremento de 20 por ciento de los precios de exportación y de 10 por ciento de sus volúmenes.
- b. **Mayores remesas de familiares que residen en el exterior:** Por otro lado, el aumento de las remesas de peruanos que viven en el exterior y que se registran en la cuenta transferencias corrientes de la balanza de pagos también ha sido significativa, pasando de US\$ 380 millones en el primer semestre del año pasado a US\$ 500 millones en el primer semestre del presente año (aumento de 32 por ciento).

Gráfico 15
INDICADORES DEL RIESGO PAÍS
MARGEN DE LOS BONOS RESPECTO AL BONO DE EUA
 (En puntos básicos)



c. **Reducción de la percepción de riesgo país:** Otro factor que contribuyó en los últimos meses a esta evolución del tipo de cambio ha sido la reducción de los *spreads* de la deuda emergente. Adicionalmente, en la región favorecieron los avances de Brasil para fortalecer su posición fiscal. En junio la agencia S&P mejoró la calificación de la deuda soberana del Perú de BB- a BB, dos niveles por debajo del grado de inversión, mejora basada en el fortalecimiento de los fundamentos económicos. Cabe señalar que esta mejora se dio días después de que la agencia Fitch revisara la perspectiva de la deuda peruana “de estable” a “positiva”.

El cambio de expectativas en los últimos meses en torno a la política de ajuste de las tasas de interés de la FED impactó también en la reducción de los *spreads* de la deuda emergente y en la apreciación de las monedas de la región en los últimos dos meses (julio y agosto). El mercado espera una tasa de 2 por ciento para fines de este año, luego de que la FED señalara que el ajuste en las tasas de interés sería mesurado y de que se difundieran indicadores que generaron expectativas menos favorables de crecimiento y de menores presiones inflacionarias en Estados Unidos.

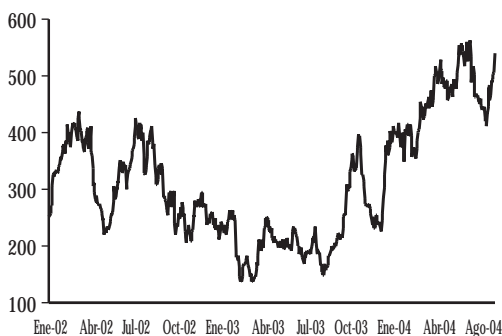
Cuadro 6

EVOLUCIÓN DE LAS MONEDAS DE LA REGIÓN
 (Unidad monetaria/US\$)

		Fines de período				Var. %	
		Dic.03	Jun.04	Jul.04	Ago.04	Jun.04/Dic.03	Ago.04/Jun.04
BRASIL	Real	2,89	3,08	3,04	2,93	6,7%	-5,1%
ARGENTINA	Peso	2,95	2,96	2,97	3,00	0,2%	1,6%
MÉXICO	Peso	11,23	11,49	11,39	11,387	2,3%	-0,9%
CHILE	Peso	592,9	633,8	642,8	626,0	6,9%	-1,2%
COLOMBIA	Peso	2 779	2 688	2 613	2 534	-3,3%	-5,7%
PERÚ	Nuevo Sol	3,462	3,468	3,418	3,357	0,2%	-3,2%

Fuente: Reuters

Gráfico 16
SALDOS FORWARD COMPRA DE LAS
EMPRESAS BANCARIAS
 (Millones de US\$)



d. **Mayores ventas de dólares a término** por parte de los agentes económicos para cubrirse del riesgo de la apreciación del Sol, lo que implicó una mayor oferta de dólares en el mercado *spot*. En efecto, el saldo de estas operaciones de cobertura (*forward* compra de los bancos) se ha elevado de US\$ 227 millones a diciembre de 2003 a US\$ 454 millones en julio y US\$ 493 millones en agosto. Con ello, el saldo de venta neta *forward* de la banca se redujo en US\$ 72 millones (de US\$ 607 a US\$ 535 millones) en este período.

Gráfico 17
POSICIÓN DE CAMBIO DE LAS EMPRESAS BANCARIAS
(Millones de US\$)

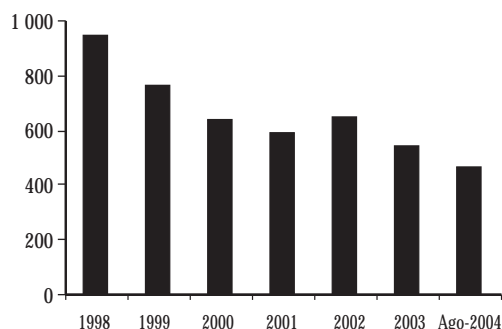
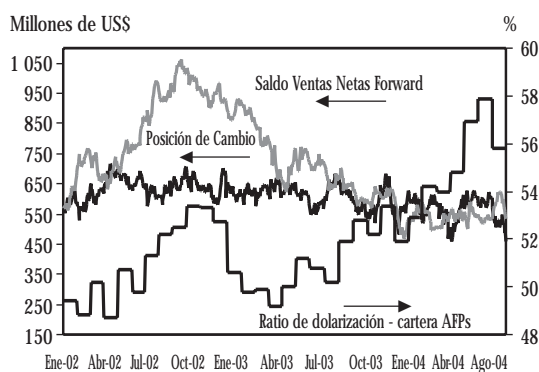


Gráfico 18
POSICIÓN DE CAMBIO Y SALDO DE VENTAS NETAS FORWARD DE LA BANCA Y DOLARIZACIÓN DE CARTERA DE LAS AFPs



- e. **Desdolarización de la posición de cambio en moneda extranjera de las empresas bancarias**, la cual disminuyó en US\$ 75 millones de enero a agosto del presente año (de US\$ 536 a US\$ 461 millones).

RECUADRO 2

INTERVENCIÓN CAMBIARIA

En situaciones de volatilidad en el mercado cambiario (bajas o alzas importantes en el valor del dólar), el BCRP interviene comprando o vendiendo dólares para moderar dichas fluctuaciones, sin ningún compromiso con algún nivel del tipo de cambio. Entre enero y agosto de 2004, el BCRP compró US\$ 1 198 millones en el mercado cambiario.

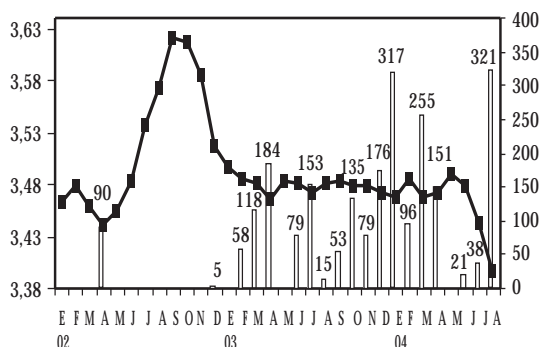
Parte de estas compras ha permitido atender la demanda de dólares del sector público por US\$ 307 millones, con lo que el nivel de compras netas del BCRP fue de US\$ 890 millones entre enero y agosto. Estas compras y otras operaciones del Banco (principalmente intereses netos ganados) permitieron una acumulación de posición de cambio del BCRP por US\$ 951 millones en ese período, alcanzándose un saldo de US\$ 5 534 millones al 31 de agosto.

La Posición de Cambio del BCRP representa:	Dic. 2001	Dic. 2002	Dic. 2003	Ago. 2004
Número de veces la emisión primaria	1,6	1,7	2,1	2,4
Número de veces la suma de la emisión primaria y el total de CDBCRP	1,3	1,4	1,4	1,3

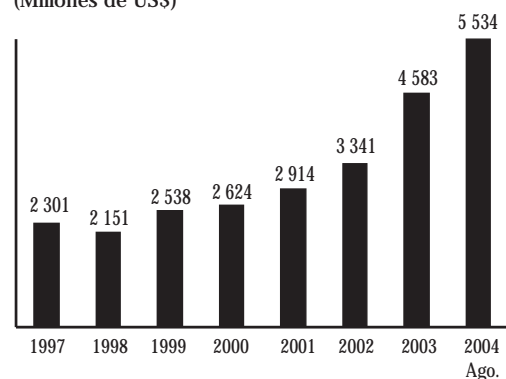
Este aumento de la posición de cambio permitió acumular reservas internacionales por US\$ 768 millones. Otras operaciones que afectaron la evolución de las reservas internacionales fueron los mayores depósitos en dólares de los intermediarios financieros en el BCRP por US\$ 109 millones y la reducción de los depósitos en dólares del sector público en el BCRP por US\$ 297 millones, con lo cual el saldo de RIN alcanzó US\$ 10 962 millones al 31 de agosto.

De este modo, el Banco Central mantiene un alto nivel de reservas internacionales para enfrentar situaciones contingentes de salida de capitales hacia el exterior y de retiros de depósitos en dólares, tomando en cuenta la volatilidad de los mercados financieros internacionales y la dolarización financiera de la economía, respectivamente.

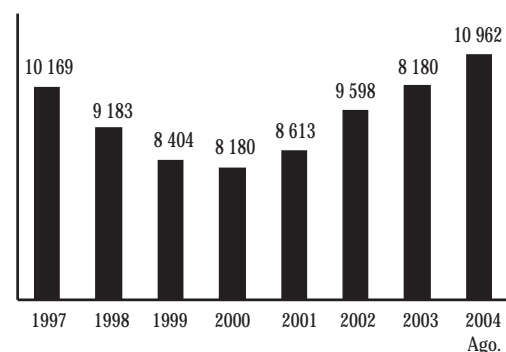
**TIPO DE CAMBIO E INTERVENCIÓN BCRP MENSUAL:
Ene 02 - Ago 04**



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



**RESERVAS INTERNACIONALES NETAS
(Millones de US\$)**



En términos de indicadores de cobertura para una economía, este nivel de reservas internacionales es uno de los más altos de la región. Así por ejemplo, las RIN representan más de dos veces el total de obligaciones de corto plazo con el exterior (incluyendo vencimiento de amortizaciones en un año del sector público y privado). Asimismo, las reservas internacionales cubren el 50 por ciento del total de obligaciones de corto plazo con el exterior más el total de obligaciones del sistema bancario con el sector privado.

Las RIN representan:	Dic. 2001	Dic. 2002	Dic. 2003	Ago. 2004
Número de veces las obligaciones de corto plazo internacionales (incluyendo vencimientos de amortizaciones)	1,7	2,2	2,2	2,3
Número de veces las obligaciones de corto plazo internacionales más el total de obligaciones del sistema bancario con el sector privado	0,4	0,5	0,5	0,5

Como se mencionó, el Banco sigue un esquema de flotación cambiaria, interviniendo en el mercado cambiario para reducir fluctuaciones bruscas del tipo de cambio, pero sin afectar la tendencia del mismo, la cual responde a factores estructurales de la economía.

En el muy corto plazo, el tipo de cambio puede oscilar de manera importante por movimientos significativos de portafolio entre monedas de los agentes económicos. La forma de intervención cambiaria del Banco sigue un criterio de cantidades, tomando en cuenta las condiciones del mercado cambiario, y participando como un agente más en el mercado cambiario interbancario.

Para realizar sus operaciones cambiarias, el Banco utiliza un mecanismo centralizado de negociación en tiempo real en el que participan las entidades del sistema bancario. En esta plataforma, los participantes registran sus cotizaciones de compra y/o venta, y en ella el Banco interviene a los precios vigentes en el mercado.

Las intervenciones del BCRP son esterilizadas, esto es, las compras de dólares implican una inyección de liquidez en soles a la banca que es retirada del mercado mediante colocaciones de Certificados de Depósito del BCRP (CDBCRP), con el objetivo de mantener la tasa de interés interbancaria alrededor del nivel de referencia establecido (2,75 por ciento en la actualidad).

Gráfico 19
PBI DESESTACIONALIZADO TRIMESTRAL
(Millones de nuevos soles de 1994)

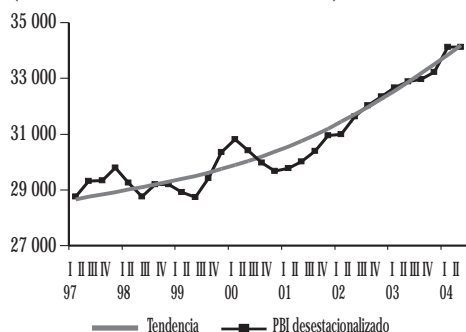
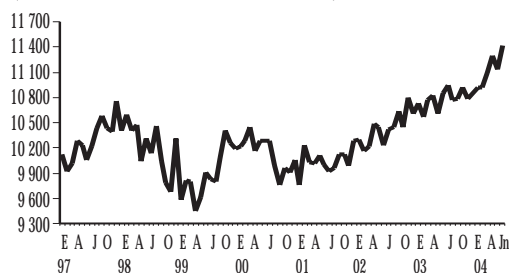


Gráfico 20
PRODUCTO BRUTO INTERNO DESESTACIONALIZADO
(Millones de nuevos soles de 1994)



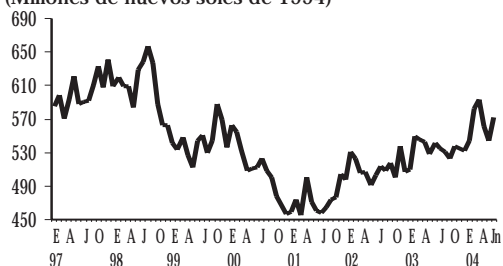
INDICADOR DE DEMANDA INTERNA DESESTACIONALIZADA
(Millones de nuevos soles de 1994)



MANUFACTURA NO PRIMARIA DESESTACIONALIZADA
(Millones de nuevos soles de 1994)



CONSTRUCCIÓN DESESTACIONALIZADA
(Millones de nuevos soles de 1994)



I.3 Demanda interna y PBI

10. En lo que va de 2004, la actividad económica viene recibiendo el impulso favorable del incremento de los términos de intercambio del comercio exterior, la mayor demanda externa y la persistencia de condiciones financieras favorables.
11. Cabe destacar que uno de los factores que impulsa este crecimiento sostenido de la actividad económica es la mayor inversión privada, la cual viene creciendo a su vez desde el segundo semestre del año 2002. La expansión de esta variable, permite la ampliación de la capacidad de producción de la economía, ayudando a mantener un crecimiento sin mayores presiones inflacionarias.
12. Durante el primer semestre del año 2004, el producto bruto interno creció 4,2 por ciento, observándose un incremento de 4,9 por ciento en el primer trimestre y 3,6 por ciento en el segundo. En particular, el crecimiento en el segundo trimestre fue impulsado por el incremento de 11,7 por ciento de la inversión privada y por el aumento de 5,4 por ciento de las exportaciones.
13. En términos desestacionalizados, el PBI ha continuado en el primer semestre del año su tendencia creciente observada desde el año 2001. Si bien se observó una ligera desaceleración en abril y mayo, reflejada en la manufactura no primaria y en la construcción (caída explicada en este último caso por la culminación de la construcción del proyecto Camisea), la tendencia positiva se recuperó en junio. Este comportamiento ha sido acompañado por un crecimiento del indicador de demanda interna.
14. La **inversión privada** ha mostrado un dinamismo creciente durante la primera mitad del año. El crecimiento de 8,0 por ciento en el primer trimestre fue superado por una tasa de 11,7 por ciento en el segundo trimestre, lo que confirma la tendencia creciente de la inversión privada iniciada en el tercer trimestre de 2002. Entre los factores que explican la recuperación de la inversión privada están el desarrollo de proyectos mineros y de hidrocarburos, el aumento de las utilidades de las empresas, y el menor costo del financiamiento.

En el segundo trimestre del año, las inversiones en el sector minería, las expansiones de planta y las adquisiciones de nueva maquinaria industrial, sumadas a las importaciones para el sector telecomunicaciones, impulsaron las importaciones de

bienes de capital. Estas últimas, excluyendo materiales de construcción, crecieron 25 por ciento en términos nominales. Como porcentaje del PBI la inversión privada representó el 14,9 por ciento del producto en el primer semestre del 2004, nivel mayor al de igual período del año anterior (14,5 por ciento del PBI).

15. Las **exportaciones** reales de bienes y servicios registraron un mayor crecimiento en el primer semestre de 2004 (9,4 por ciento) con respecto al observado en similar período de 2003 (8,1 por ciento), debido a las mayores exportaciones de productos mineros tradicionales durante el primer trimestre de 2004. En el segundo trimestre de 2004 las exportaciones fueron impulsadas principalmente por los productos no tradicionales (33 por ciento en dólares), por aumentos en todos los grupos, en particular, sidero-metalúrgico y joyería, minerales no metálicos y textiles, además del mayor valor exportado de cobre, principalmente, dentro de los productos tradicionales.

Por su parte, el aumento de las **importaciones** reales de bienes y servicios (6,9 por ciento) corresponde principalmente a insumos para la industria y agricultura y a importaciones de bienes de capital (equipos de transporte, maquinaria para la industria y la agricultura).

Cuadro 7

DEMANDA Y OFERTA GLOBAL

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

	2003			2004		
	I Trim.	II Trim.	I Sem.	I Trim.	II Trim.	I Sem.
I. DEMANDA GLOBAL (1+2)	5,9	3,3	4,5	4,4	4,7	4,6
1. Demanda Interna 1/	5,5	2,4	3,9	2,7	4,6	3,7
a. Consumo privado	4,3	2,8	3,5	3,1	2,8	3,0
b. Consumo público	4,7	1,4	2,9	-0,3	3,1	1,5
c. Inversión privada fija	7,3	5,3	6,3	8,0	11,7	9,8
d. Inversión pública	5,0	1,9	3,2	-11,9	-14,6	-13,4
2. Exportaciones	7,8	8,3	8,1	13,8	5,4	9,4
II. OFERTA GLOBAL (3+4)	5,9	3,3	4,5	4,4	4,7	4,6
3. Producto Bruto Interno	5,7	3,6	4,5	4,9	3,6	4,2
4. Importaciones	7,0	1,5	4,2	1,5	12,4	6,9

1/ Incluye variación de inventarios

Fuente: INEI y BCRP.

16. El **consumo privado** continuó su crecimiento en el primer semestre, con una tasa de 2,8 por ciento en el segundo trimestre. Este crecimiento estuvo asociado al incremento del **ingreso nacional disponible** de 5,3 por ciento en el primer semestre de 2004. En ambos períodos estas tasas fueron superiores a las registradas por el PBI como consecuencia de los mejores términos de intercambio de comercio exterior. Asimismo, se observó el efecto positivo de las mayores transferencias netas de no residentes, que aumentaron 4,7 por ciento.

Cuadro 8

INGRESO NACIONAL DISPONIBLE

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

	2003			2004		
	I Trim.	II Trim.	I Sem.	I Trim.	II Trim.	I Sem.
I. Producto bruto interno (PBI)	5,7	3,6	4,5	4,9	3,6	4,2
II. Producto nacional bruto (PNB) 1/	4,2	3,5	3,8	3,5	2,2	2,8
III. Ingreso nacional bruto (IN) 2/	4,8	3,0	3,8	5,8	4,4	5,0
IV. Ingreso nacional disponible (IND) 3/	4,8	3,1	3,9	6,0	4,6	5,3

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

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

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

Fuente: INEI y BCRP

Gráfico 21
IMPORTACIONES DE ELECTRODOMÉSTICOS
(Millones de US\$)

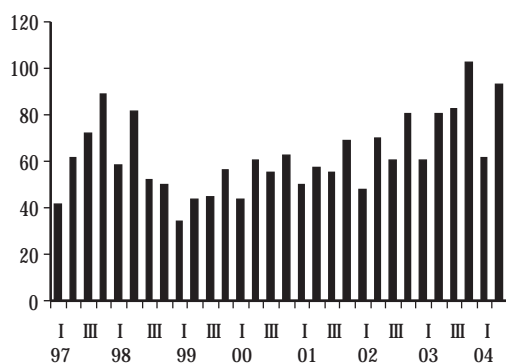
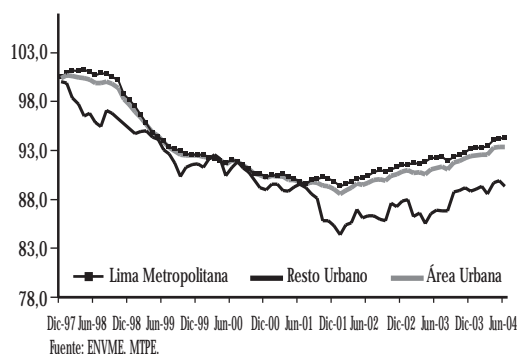


Gráfico 22
EMPLEO EN EMPRESAS DE 10 Y MÁS TRABAJADORES
(Índices desestacionalizados, octubre 1997=100)



La evolución positiva del consumo privado se reflejó en diversos indicadores como el crecimiento de 18,0 por ciento en los créditos de consumo de las empresas financieras y en el incremento de 14,1 por ciento en las ventas de vehículos nuevos. Asimismo, se observó un aumento de 9 por ciento en las importaciones de electrodomésticos.

El crecimiento del consumo privado estuvo asociado también al incremento del empleo urbano. De acuerdo al Ministerio de Trabajo, en empresas con 10 y más trabajadores el empleo aumentó 2,3 por ciento en el primer semestre del año, principalmente por una expansión en provincias (3,2 por ciento), que superó al crecimiento observado en Lima Metropolitana (2,1 por ciento). Las ciudades con mayor crecimiento en el empleo fueron Paita, Ica, Piura y Trujillo.

Cuadro 9

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

	Junio 2004/ Junio 2003	Ene. - Jun. 2004/ Ene. - Jun. 2003
Perú Urbano	2,3	2,3
Lima Metropolitana	2,2	2,1
Resto Urbano	2,8	3,2
Arequipa	2,9	2,0
Cajamarca	7,7	4,0
Chiclayo	-1,2	-0,3
Chimbote	5,9	5,4
Chincha	2,1	4,0
Cusco	0,1	-0,4
Huancayo	6,4	2,6
Ica	-8,6	8,0
Iquitos	6,1	3,7
Paita	15,8	12,2
Pisco	1,5	-2,1
Piura	8,8	6,0
Pucallpa	-0,1	-1,1
Puno	-5,2	-5,7
Tacna	-1,0	-2,7
Tarapoto	1,1	-0,7
Trujillo	1,2	5,8

Fuente: MTPE, Informe Estadístico Mensual.

17. El **consumo público** creció 1,5 por ciento en el primer semestre influido por un incremento de las remuneraciones que compensó la caída del gasto de bienes y servicios, en tanto que la **inversión pública** disminuyó 13,4 por ciento por un desfase en la ejecución del gasto debido al proceso de transferencia de proyectos del gobierno central a los gobiernos locales y regionales, así como por menores gastos en infraestructura vial.

PBI sectorial

18. Los sectores **no primarios** lideraron el crecimiento del PBI en el primer semestre, impulsado principalmente por la manufactura no primaria, electricidad y agua, y construcción. En el caso de los sectores **primarios** se observó una reducción en el crecimiento durante el semestre, al pasar de una tasa de 5,8 por ciento en el primer trimestre a una tasa nula en el segundo, como consecuencia de la caída en el sector agropecuario asociada a factores climáticos, atenuada por el crecimiento de la minería metálica, la pesca y la manufactura de procesamiento de recursos primarios.

Cuadro 10

PRODUCTO BRUTO INTERNO

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

	2003			2004		
	I Trim.	II Trim.	I Sem.	I Trim.	II Trim.	I Sem.
Agropecuario	2,2	4,0	3,3	1,8	-4,6	-2,1
Pesca	-12,8	-13,8	-13,4	13,1	26,0	21,3
Minería e hidrocarburos	4,5	10,3	7,4	12,4	2,5	7,3
Minería metálica	5,0	11,1	8,0	13,9	3,1	8,4
Hidrocarburos	-6,2	-1,2	-3,7	-5,4	-4,3	-4,8
Manufactura	5,6	0,8	3,1	4,7	6,2	5,5
Procesadores de recursos primarios	-0,7	-2,3	-1,6	1,5	7,1	4,6
Manufactura no primaria	7,2	1,7	4,4	5,5	5,9	5,7
Electricidad y agua	4,6	4,0	4,3	4,7	4,3	4,5
Construcción	4,0	6,0	5,0	7,2	4,1	5,7
Comercio	8,0	3,6	5,6	3,1	1,7	2,3
Otros servicios	5,4	3,5	4,4	5,3	4,1	4,7
VALOR AGREGADO BRUTO (VAB)	5,3	3,6	4,4	5,2	3,0	4,0
Impuestos a los productos y derechos de importación	9,6	3,2	6,3	2,6	10,0	6,3
PBI GLOBAL	5,7	3,6	4,5	4,9	3,6	4,2
VAB Primario	2,2	4,1	3,3	5,8	0,0	2,5
VAB No Primario	6,1	3,4	4,7	5,0	3,9	4,4

Fuente: INEI

En el primer semestre, la caída de 2,1 por ciento del sector **agropecuario** reflejó la sequía en Lambayeque y Piura que afectó la producción de arroz (-20 por ciento), caña de azúcar (-19 por ciento) y maíz amarillo duro (-8 por ciento). En la sierra central adicionalmente se sufrió heladas y veranillos que afectaron la producción de papa y maíz amiláceo (-12 y -11 por ciento, respectivamente). La menor producción de estos productos alimenticios fue atenuada por el mayor dinamismo del subsector pecuario y la mayor producción de café y algodón (15 y 16 por ciento, respectivamente). La producción de estos últimos cultivos fue favorecida por el incremento de las cotizaciones internacionales de café en la variedad “otros suaves arábigos” y algodón fibra corta (19 y 21 por ciento, respectivamente, con relación a igual semestre del año anterior), lo que se reflejó en un incremento de los precios en chacra (22 y 12 por ciento).

El sector **pesca** creció 21,3 por ciento por mayores desembarques de anchoveta. En este resultado influyó el aumento de la biomasa de anchoveta como consecuencia de una mayor incorporación de ejemplares juveniles a la población adulta y al mayor número de días de pesca efectiva en el litoral norte centro.

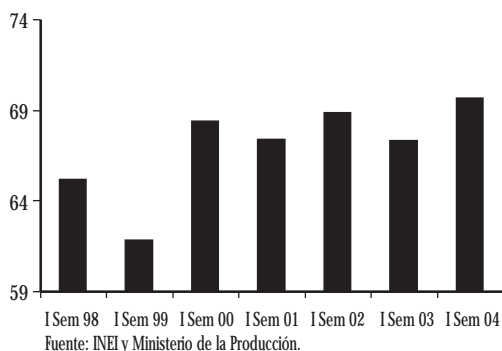
El sector **minería e hidrocarburos** registró un incremento de 7,3 por ciento, sustentado en la mayor producción de cobre, por la mayor ley en Antamina, el reinicio de operaciones de Tintaya y la expansión de Southern Perú; de oro, por la mayor cantidad de mineral procesado por Yanacocha; y de hierro por la mayor demanda de China. En contraste, la producción de zinc cayó 8,2 por ciento por una menor ley de Antamina y la menor escala de producción de Volcan. La caída de la extracción de petróleo crudo (-7,9 por ciento) fue contrarrestada parcialmente por la mayor producción de gas natural (55,6 por ciento) dirigida a la generación térmica de electricidad.

La producción **manufacturera** aumentó 5,5 por ciento, destacando el incremento de 5,7 por ciento en la manufactura no primaria, por la mayor producción de las agrupaciones de prendas de tejidos de punto; muebles; cemento; explosivos, esencias naturales y químicas y maquinaria eléctrica. Este resultado obedeció al incremento de las exportaciones no tradicionales (33,4 por ciento), al desarrollo de algunos proyectos mineros, al dinamismo del sector construcción y al aumento de la demanda interna incentivada por la presentación de nuevos productos.

La mayor producción se ha traducido en una mayor utilización de la capacidad instalada. El indicador indirecto de la tasa de utilización de la capacidad instalada del sector manufacturero muestra un aumento en el primer semestre del año, el cual es mayor para las ramas de minerales no metálicos, textil, cuero y calzado, y papel e imprenta.

El sector **construcción** creció 5,7 por ciento asociado al incremento del crédito hipotecario, por el efecto dinamizador de los créditos de Mivivienda, que continuó impulsando la construcción residencial, a lo que se sumó la realización de obras locales, la ampliación de locales deportivos y la construcción de hoteles en el norte del país, y la ejecución de proyectos mineros.

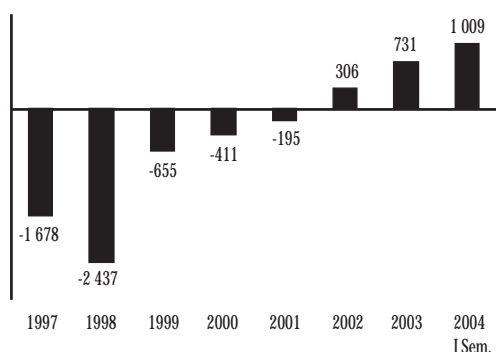
Gráfico 23
INDICADOR INDIRECTO DE LA TASA DE UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA DEL SECTOR MANUFACTURA
 (En porcentaje)



I4 Cuentas externas

- Las exportaciones han continuado impulsando el crecimiento de la actividad económica durante el primer semestre de 2004. La mayor demanda por nuestros productos de exportación ha estado favorecida por el crecimiento de la economía mundial y los acuerdos comerciales, en particular el Acuerdo de Promoción Comercial Andina y Erradicación de la Droga (ATPDEA). Asimismo, la mejora en nuestros términos de intercambio, ha permitido un mayor crecimiento de la demanda agregada.

Gráfico 24
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)



Balanza comercial

20. Luego de registrar 6 semestres de superávit consecutivos, en el primer semestre de 2004 la balanza comercial acumuló US\$ 1 009 millones, superior en US\$ 822 millones al del primer semestre de 2003. Esta mejora se explica por el crecimiento de las exportaciones en 32 por ciento, mientras que las importaciones lo hicieron en 13 por ciento.
21. En el período bajo análisis, las **exportaciones** alcanzaron US\$ 5 551 millones, mayores en 32 por ciento a las del primer semestre de 2003, debido al incremento de las exportaciones tradicionales (32 por ciento) y no tradicionales (33 por ciento). El incremento de las exportaciones tradicionales se explica principalmente por las mayores cotizaciones de los metales y por los mayores volúmenes exportados de cobre y oro. Con relación a las no tradicionales, en el período enero-junio todos los sectores registraron crecimiento, siendo los más destacados los sidero-metalúrgicos y joyería con 67 por ciento, agropecuarios con 33 por ciento, textiles con 32 por ciento y químicos con 31 por ciento.

Por su parte, el incremento de las **importaciones** durante el primer semestre de 2004 se explica principalmente por el crecimiento de las compras de insumos (18 por ciento), lo que obedece a las mayores adquisiciones de combustibles, lubricantes y conexos (20 ciento), cuyos precios y volúmenes aumentaron 6 y 11 por ciento, respectivamente.

Términos de intercambio

22. Los precios internacionales tuvieron en el primer semestre dos claras tendencias. La primera, que duró hasta marzo, mostró un significativo crecimiento de los precios de los principales *commodities* en un contexto de mayor dinamismo económico de China y Estados Unidos. En el segundo trimestre cambió esta tendencia, observándose una desaceleración del incremento de las cotizaciones luego de los anuncios de China de aplicar medidas de restricción del crédito (con el fin de desacelerar su economía) y del aumento de la tasa de interés de Estados Unidos, con lo cual se redujeron las expectativas de crecimiento para ambos países.

Los términos de intercambio registraron un aumento de 13,6 por ciento en el primer semestre, a pesar de la ligera desaceleración en el crecimiento de los precios internacionales a partir de abril, debido a que el aumento de los precios de exportación (20,1 por ciento) superó a los de importación (5,7

por ciento). En el caso de las exportaciones, el aumento obedeció a los mayores precios de cobre (66 por ciento), plomo (72 por ciento), estaño (75 por ciento), plata (40 por ciento) y oro (15 por ciento). Por su parte, los productos de importación cuyos precios subieron en el primer semestre con respecto al año anterior fueron soya (35 por ciento), arroz (22 por ciento), trigo (18 por ciento), azúcar (16 por ciento), carnes (16 por ciento), lácteos (13 por ciento), maíz (11 por ciento) y petróleo y derivados (6 por ciento).

Balanza en cuenta corriente y flujo de capitales

23. En el primer semestre de 2004 la **cuenta corriente** de la balanza de pagos registró un déficit de US\$ 310 millones, menor al registrado en el primer semestre de 2003 (US\$ 707 millones) debido no sólo al mayor superávit comercial, sino también a las mayores transferencias de peruanos en el exterior.

La cuenta de capitales registró un flujo de US\$ 957 millones en el primer semestre de 2004, menor en US\$ 129 millones al de igual período de 2003. En el caso de la inversión directa extranjera, el flujo del primer semestre alcanzó a US\$ 833 millones, destacando el proyecto Camisea y la reinversión de utilidades.

Cuadro 11

BALANZA DE PAGOS

(Millones de US\$)

	2003			2004		
	I Trim.	II Trim.	I Sem.	I Trim.	II Trim.	I Sem.
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	- 514	- 193	- 707	- 71	- 239	- 310
<i>(% del PBI)</i>	<i>-3,6</i>	<i>-1,2</i>	<i>-2,3</i>	<i>-0,5</i>	<i>-1,3</i>	<i>-0,9</i>
1. Balanza comercial	- 18	205	187	605	404	1 009
a. Exportaciones	2 024	2 188	4 212	2 735	2 816	5 551
b. Importaciones	- 2 041	- 1 983	- 4 024	- 2 130	- 2 412	- 4 542
2. Servicios	- 250	- 234	- 484	- 248	- 276	- 525
3. Renta de factores	- 509	- 447	- 956	- 752	- 710	- 1 462
4. Transferencias corrientes	263	282	545	324	343	667
II. CUENTA CAPITALES	1 364	- 278	1 086	278	680	957
1. Sector privado 1/	768	42	809	314	415	729
2. Sector público	597	- 320	277	- 36	265	229
III. FINANCIAMIENTO EXCEPCIONAL	1	2	3	2	1	3
IV. FLUJO DE RESERVAS NETAS DEL BCR (1 - 2)	- 851	470	- 382	- 209	- 441	- 650
<i>(Incremento con signo negativo)</i>						
1. Variación del saldo de RIN	- 845	446	- 399	- 217	- 444	- 661
2. Efecto valuación y monetización de oro	6	- 23	- 18	- 8	- 3	- 11

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

Fuente: BCRP, MEF, SUNAT y empresas.

I.5 Gasto público y cuentas fiscales

24. Durante el primer semestre de 2004 el **resultado económico del Sector Público no Financiero** (SPNF) registró un superávit equivalente a 0,9 por ciento del PBI, cifra que contrasta con el déficit de 0,8 puntos porcentuales del PBI registrado en el mismo semestre de 2003. Este resultado se debió a la reducción del gasto no financiero de 13,6 por ciento del PBI en el primer semestre de 2003 a 12,6 por ciento del PBI en el primer semestre de este año, así como al incremento de la recaudación de 14,5 a 14,9 por ciento del producto en igual período.

Cuadro 12

SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

(Millones de nuevos soles)

	2003			2004		
	I Trim.	II Trim.	I Sem.	I Trim.	II Trim.	I Sem.
1. Ingresos corrientes	7 458	7 912	15 370	8 204	9 167	17 371
(% del PBI)	15,1	14,0	14,5	15,1	14,7	14,9
Var. % real	17,0	6,4	11,3	6,8	12,0	9,5
2. Gastos no financieros	-6 766	-7 622	-14 389	-6 788	-7 898	-14 686
(% del PBI)	-13,7	-13,4	-13,6	-12,5	-12,7	-12,6
Var. % real	7,8	3,5	5,5	-2,6	0,2	-1,1
3. Otros	175	267	441	477	484	962
(% del PBI)	0,4	0,5	0,4	0,9	0,8	0,8
4. Resultado primario	866	557	1 422	1 893	1 753	3 646
(% del PBI)	1,8	1,0	1,3	3,5	2,8	3,1
5. Intereses	-1 215	-1 003	-2 218	-1 414	-1 150	-2 565
(% del PBI)	-2,5	-1,8	-2,1	-2,6	-1,8	-2,2
De los cuales:						
Bonos de reconocimiento	-174	54	-120	-204	-86	-289
Externos (Millones de US\$)	-\$252	-\$255	-\$507	-\$311	-\$255	-\$566
6. Resultado económico	-349	-447	-796	479	602	1 082
(% del PBI)	-0,7	-0,8	-0,8	0,9	1,0	0,9
Millones de US\$	-\$100	-\$128	-\$229	\$138	\$173	\$311

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

Elaboración: BCRP

25. Los **ingresos corrientes** del gobierno central aumentaron en 9,5 por ciento en términos reales respecto al primer semestre de 2003, debido a la mejora en los ingresos tributarios del gobierno central (incremento real de 11,3 por ciento). Esta mejora fue explicada principalmente por una mayor recaudación por Impuesto General a las Ventas (IGV) asociada al aumento de un punto porcentual en la tasa de dicho impuesto de 16 por ciento a 17 por ciento a partir de agosto de 2003; a la inclusión de nuevos bienes y servicios al sistema de deducciones a partir del segundo semestre de 2003; y la aplicación del Régimen de Percepciones del IGV a la importación implementado a mediados de noviembre del año 2003. Asimismo, se registraron mayores pagos a cuenta del impuesto a la renta asociados a mayores coeficientes e ingresos declarados por los principales contribuyentes. Finalmente el Impuesto a las Transacciones Financieras contribuyó con S/. 266 millones a la recaudación tributaria del período.
26. El **gasto no financiero del gobierno central** cayó de 13,6 a 12,6 por ciento del PBI entre el primer semestre de 2003 y el de 2004, lo que reflejó tanto la menor ejecución del gasto corriente no financiero (de 12,0 a 11,5 por ciento del PBI) como de capital (de 1,6 a 1,1 por ciento del PBI).

El gasto corriente no financiero aumentó en términos reales (2,1 por ciento) debido principalmente a los aumentos salariales otorgados en el segundo semestre de 2003 y en abril de 2004 (Asignación Especial por Labor Pedagógica Efectiva otorgada en el sector educación) así como a un mayor gasto en bienes y servicios asociados a programas sociales (PRONAA) y comisiones de recaudación de Sunat, entre otros; los que fueron compensados con un menor nivel de transferencias corrientes, principalmente a la Oficina de Normalización Previsional (ONP), entidad que atendió pensiones devengadas en el primer semestre de 2003.

En cuanto al gasto de capital, la reducción de 25,4 por ciento refleja principalmente menor gasto en proyectos (en 0,3 por ciento del PBI) debido en parte a desfases originados en el proceso de transferencia de funciones a los gobiernos regionales y locales así como a problemas climatológicos que retrasaron la ejecución de proyectos de infraestructura vial en el primer trimestre de 2004. Las mayores reducciones se observan en los sectores de Transportes (construcción y mejoramiento de carreteras), Trabajo (proyecto de emergencia social productivo), Foncodes e Inade. El siguiente cuadro muestra la reducción en el gasto de capital del gobierno central, a nivel de sectores y proyectos:

Cuadro 13

FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL DEL GOBIERNO CENTRAL

(Millones de nuevos soles)

	I Sem. 2003	I Sem. 2004	Variación
Ministerio de Transportes, Comunicaciones, Vivienda y Construcción	407	360	-47
Rehabilitación de carreteras	101	198	97
Construcción y mejoramiento de carreteras	152	61	-91
Rehabilitación y mantenimiento de caminos rurales	65	59	-6
Rehabilitación y reconstrucción Fenómeno del Niño	33	0	-33
Saneamiento	12	28	15
Telecomunicaciones	4	3	-1
Gestión de proyectos	40	12	-27
Ministerio de Agricultura	168	103	-65
Rehabilitación y reconstrucción Fenómeno del Niño	11	0	-11
Proyecto subsectorial de irrigación	15	29	14
Manejo de recursos naturales en la sierra	3	2	-1
Programa titulación y registro de tierras	23	31	8
Programa conservación de suelos	21	19	-1
Apoyo a la producción agropecuaria	33	19	-13
Otros	63	2	-60
Ministerio de Economía y Finanzas	35	41	6
Rehabilitación y reconstrucción Fenómeno del Niño	11	0	-11
Mejora del mecanismo de programación de la inversión pública	12	33	21
Otros	13	8	-5
Ministerio de Energía y Minas	53	51	-2
Infraestructura de distribución de energía	21	12	-9
Gestión de proyectos	1	5	3
Infraestructura de transmisión de energía y minas	15	31	16
Otros	15	3	-12
Ministerio de Educación	41	51	11
Programa especial de mejoramiento de la calidad de la educación primaria	35	23	-12
Otros	6	28	22
Ministerio de Salud	28	25	-3
Programa de apoyo a la reforma del sector salud	23	15	-8
Rehabilitación de servicio a los hospitales	3	2	-1
Otros	2	8	6
Ministerio de Trabajo	121	61	-60
Proyecto de emergencia social productivo (PESP)	108	55	-53
Formación laboral juvenil	13	6	-7
Ministerio de la Mujer y Desarrollo Social	7	18	11
Programa Nacional de Wawa Wasi	7	18	11
Instituto Nacional de Desarrollo	95	32	-63
Promoción de la producción agraria	7	13	6
Gestión de proyectos	22	10	-12
Defensa contra sismos	4	1	-3
Promoción y extensión rural	7	4	-2
Otros	56	3	-53
Gobiernos Regionales - (Ctars)	138	198	60
Construcción y mejoramiento de carreteras	39	54	15
Apoyo social y obras de emergencia	46	23	-23
Construcción y ampliación de unidades de enseñanza, investigación y apoyo	17	21	4
Apoyo al sector agropecuario	12	66	54
Gestión de proyectos	25	35	10
Fondo Nacional de Compensación y Desarrollo Social	115	14	-101
Proyectos de emergencia social productivo	58	11	-47
Desarrollo social en la sierra y selva	54	0	-54
Inversión económica y social	4	3	-1
Organización, Reconstrucción y Desarrollo del Sur	2	0	-2
Comisión de Formalización de la Propiedad Informal	18	16	-2
Instituto Nacional de Salud	8	2	-6
Apoyo educativo y nutrición	8	2	-6
Universidades Nacionales	40	44	4
Construcción y ampliación de unidades de enseñanza	40	44	4
Resto del Gobierno	118	129	11
TOTAL	1 394	1 145	-249

27. Los requerimientos totales de financiamiento fueron inferiores a los observados durante el primer semestre del año anterior. El requerimiento de financiamiento ascendió a US\$ 696 millones, el que se cubrió con desembolsos externos por US\$ 905 millones, de los cuales US\$ 780 millones corresponden a recursos de libre disponibilidad y US\$ 125 millones a proyectos de inversión. Asimismo, se colocaron bonos soberanos en el mercado interno por un monto equivalente a US\$ 270 millones y se recibieron ingresos de privatización por US\$ 76 millones.

Cuadro 14

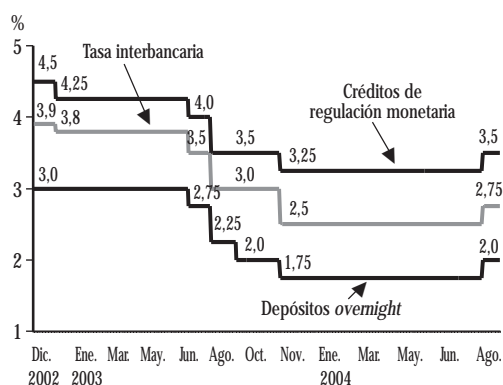
FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

	2003			2004		
	I Trim.	II Trim.	I Sem.	I Trim.	II Trim.	I Sem.
1. Resultado económico (Millones de soles)	-349	-447	-796	479	608	1 087
(% del PBI)	-0,7	-0,8	-0,8	0,9	1,0	0,9
Millones de US\$	-\$100	-\$128	-\$229	\$138	\$173	\$311
2. Amortización (Millones de US\$)	-\$378	-\$424	-\$802	-\$423	-\$585	-\$1 007
Redención de bonos de reconocimiento	-\$52	-\$66	-\$117	-\$51	-\$77	-\$128
Internos	-\$72	-\$77	-\$149	-\$72	-\$179	-\$252
Externos	-\$254	-\$282	-\$535	-\$299	-\$328	-\$628
3. Requerimiento financiero (Millones de US\$)	\$478	\$553	\$1 031	\$285	\$412	\$696
Desembolsos externos	\$838	\$81	\$919	\$260	\$645	\$905
Libre disponibilidad	\$750	\$0	\$750	\$201	\$579	\$780
Proyectos de inversión	\$88	\$81	\$169	\$59	\$66	\$125
Bonos internos	\$48	\$175	\$223	\$173	\$97	\$270
Privatización	\$6	\$4	\$10	\$71	\$5	\$76
Otros *	-\$414	\$293	-\$122	-\$219	-\$335	-\$554

* Incluye flujo de caja, variación de depósitos del sector público e indexación de bonos de reconocimiento.

Fuente: MEF, BN y BCRP

Gráfico 25
TASAS DE INTERÉS DE REFERENCIA
(Diciembre 2002 - Agosto 2004)



I6 Tasas de interés

28. En el Reporte de Inflación de Mayo, se anticipó que la tasa de inflación a 12 meses se ubicaría transitoriamente por encima del límite superior de la meta (3,5 por ciento), debido principalmente a choques sucesivos de oferta ocurridos durante el primer semestre del año (alimentos y combustibles). En el comunicado del Programa Monetario de julio se indicó que el Banco prestaría especial atención a las presiones inflacionarias en los siguientes meses, a fin de tomar las medidas preventivas que permitan cumplir con la meta de inflación. Posteriormente, se aprobó en el Programa Monetario de agosto aumentar en 25 puntos básicos las tasas de interés de referencia (tasa interbancaria de 2,75 por ciento) tomando en cuenta las proyecciones de inflación para el año 2004 en una tasa cercana al límite superior del rango meta (3,5 por ciento).

De esta forma, las tasas de interés de referencia de las operaciones monetarias se elevaron a 3,5 por ciento para operaciones de compra directa temporal de títulos valores y para créditos de regulación monetaria (la tasa previa fue 3,25 por ciento); y a 2,0 por ciento para depósitos *overnight* (la tasa previa fue 1,75 por ciento). Las operaciones monetarias de mercado abierto se orientarían a que la tasa interbancaria se ubique alrededor del centro del corredor de referencia (2,75 por ciento).

Cuadro 15

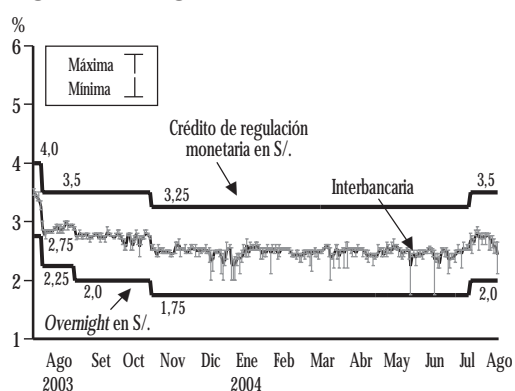
TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA EN SOLES

(En porcentajes)

	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Oct.	Nov.	Dic.
2003												
Promedio	3,75	3,80	3,82	3,84	3,78	3,74	3,47	3,01	2,77	2,71	2,55	2,51
Desviación estándar	0,13	0,10	0,06	0,05	0,07	0,05	0,09	0,25	0,06	0,08	0,11	0,05
Coef. variabilidad (%)	3,6	2,6	1,6	1,3	1,8	1,3	2,5	8,2	2,2	2,9	4,3	2,0
2004												
Promedio	2,41	2,52	2,48	2,49	2,48	2,46	2,44	2,67				
Desviación estándar	0,10	0,04	0,04	0,06	0,05	0,07	0,08	0,10				
Coef. variabilidad (%)	4,2	1,7	1,5	2,6	1,9	2,7	3,1	3,8				

Fuente: BCRP

Gráfico 26
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL
(Agosto 2003 - Agosto 2004)



Como resultado, la tasa de interés del mercado interbancario se elevó de 2,44 por ciento en julio a 2,67 por ciento en agosto. Por su parte, la desviación estándar promedio de la tasa de interés interbancaria en lo que va del año se ha mantenido en 0,1 puntos porcentuales, similar a la registrada el año anterior.

Cuadro 16

NIVEL Y VARIABILIDAD DE LA TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA

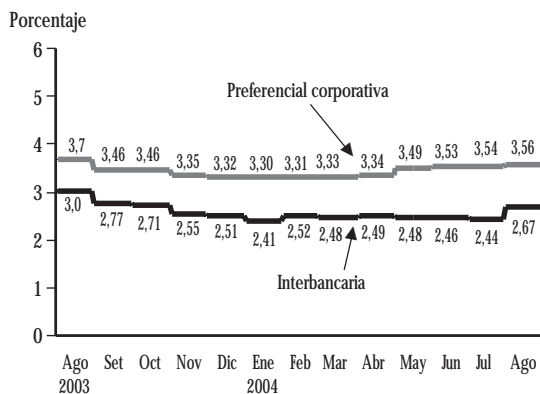
(En puntos porcentuales)

Año	Nivel promedio	Desviación estándar
1998	19,0	6,45
1999	14,9	4,65
2000	12,7	2,66
2001	8,6	0,91
2002	3,2	0,48
2003	3,4	0,09
2004 1/	2,5	0,07

1/ Enero - Agosto.

Fuente: BCRP

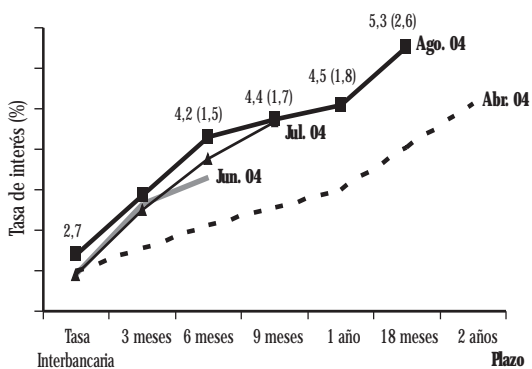
Gráfico 27
TASA DE INTERÉS PROMEDIO MENSUAL
EN MONEDA NACIONAL
 (Agosto 2003 - Agosto 2004)



29. A partir de mayo se registró un aumento de la pendiente de la curva de rendimientos en soles, es decir un mayor diferencial entre la tasa de interés interbancaria y otras tasas de interés a mayor plazo. En efecto, las tasas de mayor plazo empezaron a registrar alzas, mientras que la tasa interbancaria se mantuvo estable. Estas alzas estuvieron relacionadas, en un inicio, con las expectativas de que la Reserva Federal de Estados Unidos empezaría a subir sus tasas de interés a partir de julio, lo que también coincidió con una elevación del riesgo país tanto en el Perú como en la región. Efectivamente, la tasa de los fondos federales en Estados Unidos se ha incrementado en 50 puntos básicos entre julio y agosto (de 1,0 a 1,5 por ciento).

En el caso de la tasa de interés correspondiente a los créditos a 90 días para clientes de bajo riesgo, se observó un paulatino incremento desde mayo. La tasa pasó de 3,34 por ciento en abril a 3,54 en julio, y a 3,56 por ciento en agosto.

Gráfico 28
RENDIMIENTOS DE CDBCRP POR PLAZO 1/



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

30. Dado el contexto de aumento de la pendiente de la curva de rendimientos de los Certificados de Depósito del Banco Central (CDBCRP), entre abril y julio del 2004, el banco disminuyó el plazo promedio de sus colocaciones.

Entre abril y mayo, por la estacionalidad de las finanzas públicas, el BCRP reguló la liquidez bancaria sobre la base de repos y colocaciones de CDBCRP a una semana. A partir de junio se reanudaron las colocaciones de CDBCRP a plazos mayores, aunque en forma gradual. En dicho mes se registró un incremento de las tasas de interés a 3 y 6 meses, comportamiento ascendente que continuó en julio para los plazos a 6 y 9 meses.

En agosto, tras el incremento en 25 puntos básicos de las tasas de interés de referencia del BCRP, se aprecia una mayor demanda por plazos mayores y una menor pendiente en la curva de rendimientos de los CDBCRP, sobre todo en el tramo entre 6 y 9 meses. Cabe mencionar que en agosto se han realizado las primeras colocaciones a plazos de 1 año y 18 meses desde abril y marzo pasados, respectivamente.

Con la reducción estacional de los depósitos del sector público en el BCRP en julio y la reanudación de las intervenciones cambiarias en julio y agosto, el saldo de CDBCRP se ha incrementado de S/. 5 188 millones en junio a S/. 6 100 millones en agosto de 2004 para esterilizar el impacto monetario de estas operaciones.

Cuadro 17

SALDO DE CDBCRP POR PLAZO

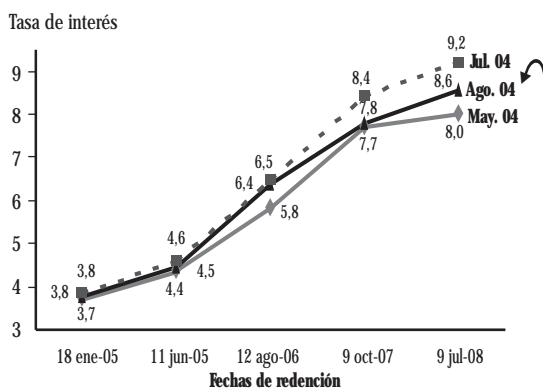
(Millones de nuevos soles)

	2003	2004			
	Dic.	Mar.	Jun.	Jul.	Ago.
Hasta 18 semanas	32	305	130	356	395
De 4 a 6 meses	790	955	615	565	425
De 7 a 10 meses	180	523	393	590	1 290
1 año y 18 meses	2 280	3 031	2 816	2 216	2 756
2 y 3 años	815	1 185	1 235	1 235	1 235
Total	4 097	5 998	5 188	4 961	6 100
Nota:					
Tasa de interés promedio del saldo de CDBCRP	3,9%	3,7%	3,8%	3,7%	3,9%

Fuente: BCRP

31. La curva de rendimientos de bonos del Tesoro Público (BTP) siguió una evolución similar al caso de los CDBCRP. En el mes de agosto, coincidiendo con la reducción del riesgo país, se observó una menor pendiente en la curva de rendimientos de BTP (sobre todo en los plazos mayores a 3 años). Así, por ejemplo, la tasa de los bonos con vencimiento en julio de 2008 aumentó de 8,0 por ciento en mayo a 9,2 por ciento en julio, reduciéndose posteriormente a 8,7 por ciento en agosto. Cabe mencionar que esta reducción se ha dado también en el caso de BTP que no cotizan tan regularmente en el mercado secundario como el que vence en marzo del 2010 (pasó de 11,0 por ciento en junio a 10,5 por ciento en agosto).

Gráfico 29
CURVA DE RENDIMIENTOS DE LOS
BONOS DEL TESORO PÚBLICO



32. Entre junio y agosto, el gobierno colocó Bonos Soberanos (BTP) por un total de S/. 498 millones bajo el esquema de creadores de mercado. En este período destaca la colocación de un bono en soles nominales a 7 años (tasa efectiva de 12,6 por ciento) y de bonos en soles VAC a 15 años (tasa real de 7,5 por ciento). El total de colocaciones mencionado (S/. 498 millones) incluye una operación de canje de bonos por S/. 192 millones efectuada en agosto, en la cual se amortizaron anticipadamente bonos con vencimiento a octubre de 2004, emitiéndose en su lugar bonos VAC con vencimiento a febrero de 2011 (6,5 años). El saldo de bonos soberanos en soles al cierre de agosto se ubicó en S/. 3 039 millones, monto superior al de diciembre de 2003 (S/. 2 660 millones).

Cuadro 18

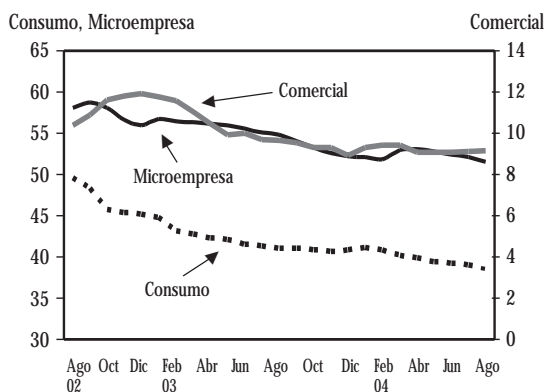
**EVOLUCIÓN DE TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS SOBERANOS
EN EL MERCADO SECUNDARIO SEGÚN VENCIMIENTO**
(En porcentajes)

	Ene.05	Jun.05	Ago.05	Oct.07	Jul.08
2003					
Agosto	3,67	3,95	4,62	-	7,70
Setiembre	3,65	3,95	4,27	-	6,77
Octubre	3,65	4,01	4,71	5,98	6,80
Noviembre	3,30	3,65	4,81	6,10	6,61
Diciembre	3,27	3,66	4,67	5,96	6,55
2004					
Enero	3,45	3,75	4,75	5,79	6,45
Febrero	3,29	3,56	4,67	5,55	6,35
Marzo	3,28	3,54	4,61	5,50	6,26
Abril	3,40	3,95	5,07	5,75	6,55
Mayo	3,90	4,70	6,15	7,73	8,00
Junio	3,75	4,35	6,30	8,10	9,14
Julio	3,87	4,63	6,65	8,53	9,23
Agosto	3,51	4,25	6,04	7,54	8,15

33. En el período comprendido entre junio y agosto de 2004 se registró un aumento de los instrumentos de renta fija del sector privado, tanto en soles como en dólares. En soles, la colocación neta fue S/. 343 millones, mayor a la registrada en igual período de 2003 (S/. 214 millones). Por su parte, la colocación neta en dólares fue US\$ 256 millones, versus una redención neta de US\$ 8 millones en el mismo período de 2003. Destaca la emisión de bonos corporativos de Transportadora de Gas del Perú (TGP) efectuada el 20 de agosto por el equivalente a US\$ 270 millones. Dicha operación, estuvo constituida por dos emisiones: un bono a 15 años en dólares por US\$ 200 millones y un bono VAC a 25 años por S/. 237 millones (equivalente a US\$ 70 millones). Cabe señalar que esta última colocación de un bono VAC en soles a 25 años es la de mayor plazo en la historia para un título en moneda nacional.

Entre las empresas privadas que colocaron bonos en soles figuran la Corporación Financiera Internacional (IFI) (S/. 50 millones), Edelnor (S/. 40 millones VAC), Telefónica del Perú (S/. 30 millones) y Edegel (S/. 20 millones), habiendo sido todas efectuadas en junio. Entre abril y junio se observó también una subida de las tasas de interés. Por ejemplo, en junio una emisión corporativa a 3 años obtuvo una tasa efectiva igual a 7,46 por ciento, contra 5,63 por ciento a finales de abril. Dada la tendencia creciente que tuvieron las tasas en soles a plazos mayores a un año, en julio no se registró emisiones de bonos en soles. En agosto, estas emisiones retomaron con la colocación de TGP al plazo récord mencionado de 25 años.

Gráfico 30
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL PARA CRÉDITOS
A LA MICROEMPRESA, DE CONSUMO Y COMERCIALES



34. Las tasas de interés bancarias siguieron mostrando la tendencia decreciente de los últimos años. Cabe mencionar que estas tasas de interés responden con rezago a los movimientos en las tasas de interés de corto plazo, y su determinación obedece también a factores microeconómicos, como la mayor competencia y la reducción de indicadores de morosidad bancaria.

La tasa de interés activa promedio de las empresas bancarias en moneda nacional disminuyó ligeramente de 18,8 a 18,7 por ciento entre mayo y agosto de 2004. Por componentes, la tasa promedio por créditos de consumo disminuyó de 39,4 por ciento en mayo a 38,5 por ciento en agosto; mientras que la tasa cobrada por créditos a la microempresa bajó de 52,8 a 51,4 por ciento en similar período. Por su parte, la tasa para préstamos comerciales subió ligeramente de 9,1 a 9,4 por ciento.

Cuadro 19

TASAS DE INTERÉS PARA OPERACIONES EN SOLES

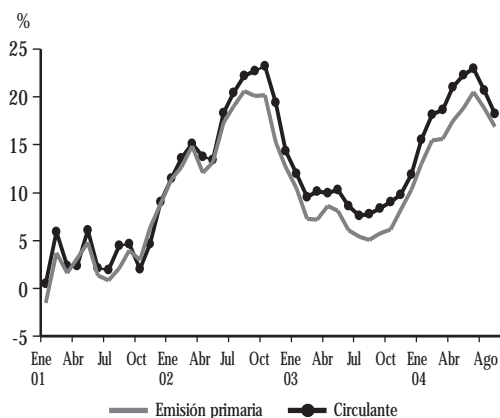
(En porcentajes)

	2002				2003				2004			
	Mar.	Jun.	Set.	Dic.	Mar.	Jun.	Set.	Dic.	Mar.	Jun.	Jul.	Ago.
1. Interbancaria	2,5	2,6	5,4	3,8	3,8	3,7	2,8	2,5	2,5	2,5	2,4	2,7
2. Depósitos de ahorro	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,5	1,3	1,3	1,4	1,3	1,2	1,2
3. Activa preferencial	3,9	3,7	6,8	5,1	4,7	4,6	3,5	3,3	3,3	3,5	3,6	3,6
4. Activa promedio												
hasta 360 días	15,5	14,1	14,0	14,8	14,3	14,0	14,3	14,0	14,8	14,7	14,5	14,4
5. Activa promedio												
estructura constante	25,0	23,6	22,5	22,3	21,1	20,1	19,6	19,0	19,3	18,7	18,6	18,7
6. CD												
Del saldo	5,4	4,8	4,1	4,7	4,7	4,8	4,3	3,9	3,7	3,8	3,7	3,9
Plazo promedio de las colo-												
caciones del mes (en meses) 1/	6	6	-	8	12	7	15	11	11	3	5	11

1/ Excluye colocaciones de CD a una semana.

Fuente: BCRP

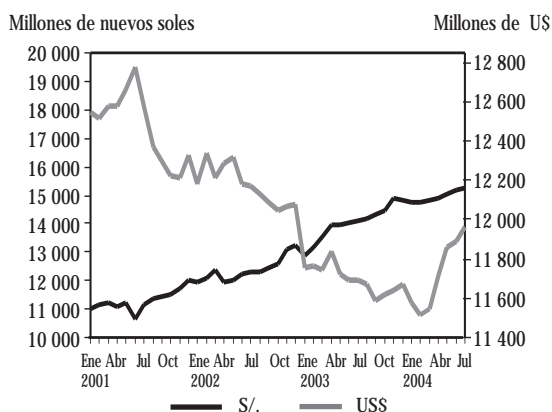
Gráfico 31
CRECIMIENTO DEL CIRCULANTE Y DE LA EMISIÓN
PRIMARIA: ENERO 2001 - AGOSTO 2004
 (Tasa de variación respecto al mismo mes del año anterior)



I.7 Liquidez y crédito

35. Durante el primer semestre de este año, las tasas de crecimiento anual de la emisión primaria y el circulante continuaron la tendencia creciente registrada desde mediados del año anterior, asociada con la reducción de tasas de interés de referencia en el segundo semestre de 2003. Así, la tasa de variación anual últimos 12 meses del circulante pasó de 12 por ciento en diciembre de 2003 a 23 por ciento en junio de 2004. El saldo promedio de emisión primaria, por su parte,

Gráfico 32
CRÉDITOS AL SECTOR PRIVADO DEL SISTEMA FINANCIERO



registró una tasa de crecimiento anual de 10 por ciento en diciembre, para luego aumentar hasta 21 por ciento en junio de este año. Sin embargo, desde julio se observa un cambio en la tendencia. Así, la tasa de variación anual últimos 12 meses del saldo promedio de emisión primaria se redujo a 19 por ciento y 17 por ciento en julio y agosto, respectivamente.

36. Entre mayo y julio de 2004, el crédito del sistema financiero al sector privado se expandió tanto en soles (1,5 por ciento) como en dólares (0,9 por ciento). Durante los últimos meses, la tasa anual de crecimiento del crédito en soles se aceleró de 7,7 por ciento en mayo a 8,0 por ciento en julio. Por su parte, la tasa anual de crecimiento del crédito en dólares pasó de 1,2 por ciento en mayo a 2,4 por ciento en julio.
37. La expansión del crédito en soles entre mayo y julio correspondió al Banco de la Nación (S/. 66 millones), por el mayor crédito otorgado a los trabajadores del sector público, a los inversionistas institucionales (S/. 62 millones), a las empresas bancarias (S/. 57 millones), y a las instituciones de microfinanzas (S/. 23 millones). La tasa de crecimiento anual del crédito al sector privado de las instituciones de microfinanzas pasó de 17,4 por ciento en mayo a 14,7 por ciento en julio de 2004. En el caso del crédito al sector privado de los inversionistas institucionales la tasa de crecimiento anual cayó de 37,8 por ciento a 28,7 por ciento en ese período.

Cuadro 20

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

	Saldos en millones nuevos soles		Tasa de crecimiento
	Jul.03	Jul.04	Jul.04/Jul.03
Empresas bancarias 1/	8 150	8 082	-0,8
Banco de la Nación	463	815	75,9
Instituciones de microfinanzas	3 288	3 773	14,7
Bancos (créditos de microfinanzas)	671	966	43,9
Cajas municipales	952	1 186	24,6
Cajas rurales	155	215	39,0
Cooperativas	423	451	6,6
Edpymes	151	185	22,0
Empresas financieras	937	770	-17,8
Inversionistas institucionales 2/	1 790	2 303	28,7
AFPs	1 220	1 498	22,8
Empresas de seguros	498	627	25,9
Fondos mutuos	72	178	148,3
Empresas de leasing y otros	430	281	-34,7
Total Sistema Financiero	14 121	15 254	8,0

1/ Excluye los créditos de microfinanzas.

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

38. El incremento del crédito en dólares se debió al mayor crédito de las empresas bancarias (US\$ 121 millones), y en menor magnitud a las instituciones de microfinanzas (US\$ 20 millones), lo que fue atenuado por una disminución de la tenencia de títulos valores de los inversionistas institucionales (US\$ 33 millones) y un menor crédito de las empresas de leasing y otros (US\$ 4 millones).

Cuadro 21

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

	Saldos en millones dólares		Tasa de crecimiento
	Jul.03	Jul.04	Jul.04/Jul.03
Empresas bancarias 1/	9 500	9 613	1,2
Banco de la Nación	23	22	-1,4
Instituciones de microfinanzas	453	568	25,5
Bancos (créditos de microfinanzas)	85	101	18,6
Cajas municipales	147	217	48,3
Cajas rurales	44	48	9,8
Cooperativas	106	130	22,0
Edpymes	36	43	19,5
Empresas financieras	35	29	-17,0
Inversionistas institucionales 2/	1 042	1 152	10,6
AFPs	537	572	6,6
Empresas de seguros	45	63	39,2
Fondos mutuos	460	518	12,5
Empresas de leasing y otros	671	610	-9,0
Total Sistema Financiero	11 688	11 966	2,4

1/ Excluye los créditos de microfinanzas.

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

II. PROYECCIONES

II.1 Actividad económica

39. Respecto al Reporte de Mayo, se ha revisado hacia arriba la proyección de crecimiento económico del año 2004. En efecto, de no mediar choques adversos, el crecimiento del PBI para el presente año se ubicaría en 4,3 por ciento y el próximo año se elevaría a 4,5 por ciento.

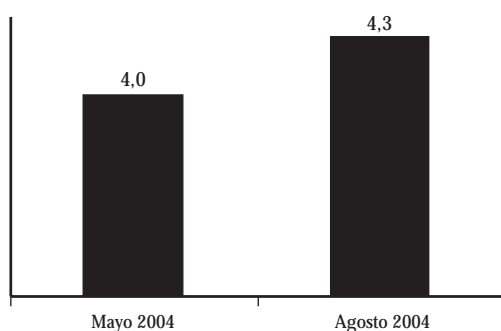
40. De acuerdo a la encuesta de expectativas realizada por el BCRP, el crecimiento esperado para el PBI en el 2004 es de 4,4 por ciento para los analistas económicos, 4,3 por ciento para las entidades financieras y 4,0 por ciento para las entidades no financieras. Cabe indicar que de acuerdo al *Consensus Forecast*, las expectativas de crecimiento del PBI para el año 2004 se han elevado de 4,0 por ciento en mayo a 4,3 por ciento en agosto.

41. El mayor dinamismo de la actividad económica en el año 2004 viene dado por un mayor crecimiento proyectado de la inversión privada (pasa de 7,2 a 9,1 por ciento) y de las exportaciones (pasa de 7,9 a 9,0 por ciento). Para el año 2005, este crecimiento continuaría siendo impulsado por la inversión privada (7,2 por ciento) y las exportaciones (5,4 por ciento). Esta evolución de los componentes del gasto agregado sugiere que la economía continua elevando su capacidad de producción y de acceso a los mercados externos, lo que permitiría mayores tasas de crecimiento sostenido.

42. Sin embargo, a pesar de que los niveles de inversión privada son todavía bajos, se observa una paulatina recuperación de la participación de la inversión privada en el producto bruto interno desde el año 2003.

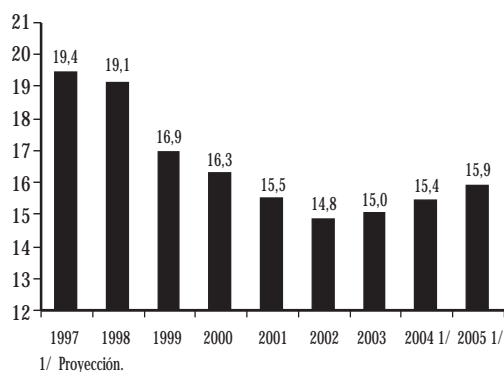
43. El crecimiento del consumo privado alcanzaría 3,5 por ciento en el año, cifra que es consistente con la recuperación que se viene observando en la confianza de los consumidores de Lima Metropolitana que según la empresa Apoyo ha mostrado una

Gráfico 33
EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL PBI PARA EL 2004
(Variación porcentual real)



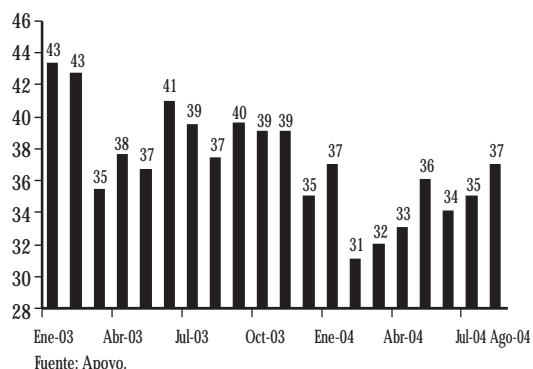
Fuente: *Consensus Forecast*.

Gráfico 34
INVERSIÓN BRUTA FIA PRIVADA
(Porcentaje del PBI nominal)



1/ Proyección.

Gráfico 35
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR
INDICCA



tendencia positiva durante todo el año, alcanzando en agosto un nivel de 37 puntos, el mayor del año, junto con el observado en enero. De manera similar, la confianza de los consumidores a nivel nacional, también muestra una recuperación en agosto, mes en que el INDICCA nacional alcanzó un nivel de 36 puntos, mayor al 33 observado en diciembre de 2003 y al 32 de abril de 2004.

Cuadro 22

DEMANDA Y OFERTA GLOBAL

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

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

1/ Incluye variación de inventarios

* Proyección

Fuente: INEI y estimados BCRP

En el 2004 las **exportaciones** registrarían un incremento real de 9,0 por ciento, la mayor tasa de crecimiento desde el año 1997, en que aumentaron 13,1 por ciento. La expansión en el 2004 sería consecuencia de los mayores volúmenes exportados de productos tradicionales como cobre y harina de pescado, así como de no tradicionales, cuyo valor nominal aumentaría 22,5 por ciento, destacando los textiles, agropecuarios, sidero-metalúrgicos y joyería y los productos químicos.

Se espera que en el año el consumo público crezca 4,0 por ciento, en tanto que la inversión pública revertiría la caída observada en el primer semestre, cerrando el año con un crecimiento real de 4,7 por ciento.

44. En el año 2004 los sectores no primarios crecerían 4,4 por ciento en tanto que los primarios aumentarían 3,4 por ciento.

Se proyecta una ligera caída en el **sector agropecuario** debido a que las condiciones climáticas adversas (sequía, heladas y veranillos) afectaron las cosechas de papa, arroz, maíz amarillo duro y maíz amiláceo. El sector **pesca** crecería 18,3 por ciento por la continuación de los altos niveles de captura de anchoveta, previéndose alcanzar una extracción cercana a las 8 millones de toneladas, asumiendo que para el resto del año se mantienen las actuales condiciones oceanográficas. El sector **minería e hidrocarburos** crecería 7,6 por ciento por la mayor producción de cobre (mayor ley en Antamina, el reinicio de operaciones de Tintaya y la expansión de Southern Perú), oro (inicio de operaciones de Cerro Negro de Yanacocha y el dinamismo de la mediana minería), hierro (mayor demanda de China) así como por el inicio de la producción de Camisea (gas natural y líquidos de gas natural) en el tercer trimestre del año.

Cuadro 23

PRODUCTO BRUTO INTERNO

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

	2003	2004*	2005*
Agropecuario	2,3	-1,0	1,3
Pesca	-12,6	18,3	0,0
Minería e hidrocarburos	6,9	7,6	4,8
Minería metálica	7,7	6,4	3,5
Hidrocarburos	-4,5	17,9	25,1
Manufactura	2,1	5,5	5,2
Procesadores de recursos primarios	-1,8	5,1	2,1
Manufactura no primaria	3,2	5,6	6,0
Electricidad y agua	4,2	4,2	4,2
Construcción	4,2	5,3	6,6
Comercio	3,8	3,6	4,8
Otros servicios	4,0	4,3	4,5
VALOR AGREGADO BRUTO (VAB)	<u>3,6</u>	<u>4,2</u>	<u>4,5</u>
Impuestos a los productos y derechos de importación	5,3	5,3	4,9
PBI GLOBAL	<u>3,8</u>	<u>4,3</u>	<u>4,5</u>
VAB Primario	2,8	3,4	2,7
VAB No Primario	3,8	4,4	5,0

* Proyección

Fuente: INEI y estimados BCRP

En el año 2004, la producción **manufacturera** crecería 5,5 por ciento. La industria procesadora de recursos primarios registraría un aumento de 5,1 por ciento por el incremento de la producción de la industria pesquera por la mayor disponibilidad de anchoveta; y, en menor medida el incremento que registraría la refinación de metales no ferrosos y petróleo refinado. La producción de azúcar se reduciría por la

sequía. La producción de manufactura no primaria aumentaría 5,6 por ciento, destacando la mayor producción de prendas de tejidos de punto; muebles; cemento y materiales para construcción; explosivos, esencias naturales y químicas y maquinaria eléctrica.

El sector **construcción** continuaría con el dinamismo observado en el primer semestre, alcanzando una tasa de 5,3 por ciento en el año por la expansión de la construcción residencial incentivada por los programas habitacionales de Mivivienda y Techo Propio, la realización de obras viales, así como la construcción de proyectos mineros como Alto Chicama y Cerro Negro.

45. La tasa de crecimiento del PBI continuaría elevándose en el 2005 (4,5 por ciento) por efecto del mayor dinamismo de la demanda interna. Esta última evolución corresponde a un mayor crecimiento del consumo privado, asociado a un aumento de 4,4 por ciento en el ingreso nacional disponible y reflejado en un incremento de las importaciones de bienes de consumo superior al 8 por ciento. Asimismo, se espera una recuperación del crecimiento de la inversión pública, en un contexto de expansión de la inversión privada. Al respecto, las importaciones de bienes de capital excluyendo materiales de construcción crecerían cerca de 13 por ciento, principalmente por inversiones del sector industrial.

Cuadro 24

INGRESO NACIONAL DISPONIBLE

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

	2003	2004*	2005*
I. Producto bruto interno (PBI)	3,8	4,3	4,5
II. Producto nacional bruto (PNB) 1/	2,9	3,4	4,6
III. Ingreso nacional bruto (IN) 2/	3,4	5,2	4,5
IV. Ingreso nacional disponible (IND) 3/	3,6	5,4	4,4

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

* Proyección

Fuente: BCRP

El crecimiento de las exportaciones alcanzaría el 5,4 por ciento, por el dinamismo de las exportaciones tradicionales (principalmente oro y zinc), a la vez que continuaría la expansión de los productos no tradicionales, principalmente textiles, agropecuarios y químicos.

Las importaciones crecerían 4,0 por ciento en el 2005, destacando las compras destinadas a la industria, tanto de bienes de capital (13,7 por ciento) como de insumos (8,6 por ciento), los cuales acompañarían al incremento de las importaciones de bienes de consumo, tanto duradero como no duradero.

46. En el 2005, los sectores no primarios mantendrían su dinamismo con un incremento de 5,0 por ciento, proyectándose un crecimiento de 2,7 por ciento de los sectores primarios.

La recuperación del sector **agropecuario** en el 2005 (1,3 por ciento) correspondería a la mayor producción de papa y algodón por mejoras en el precio en el 2004 y de arroz por mayor orientación de áreas en la selva para contrarrestar las reducciones en Lambayeque de acuerdo con las intenciones de siembra recogidas en la encuesta del Ministerio de Agricultura. Asimismo, se proyecta que continuaría el dinamismo de la actividad pecuaria y de los productos de agroexportación (frutas y verduras).

El sector **pesca** crecería 1,5 por ciento, proyectándose que la extracción de anchoveta estaría cercana al promedio de extracción de los últimos cinco años (7,8 millones de toneladas). Esta ligera disminución respecto al año anterior sería compensada tanto por una recuperación del rubro conservas como consecuencia del mayor aprovechamiento de especies diversas por parte de la industria del sector, como del rubro de pescado congelado, en el que se contempla la ampliación de las cuotas de pesca de merluza y una satisfactoria extracción de pota, además del impulso de la actividad acuícola.

El sector **minería e hidrocarburos** crecería 4,8 por ciento por la mayor producción de hidrocarburos (Camisea operando todo el año) y de oro, principalmente. En el caso del oro se espera el inicio de operaciones a mediados de año del proyecto de oro de Alto Chicama (Barrick) en La Libertad, así como la operación de Cerro Negro (Yanacocha) durante todo el año. Sin embargo, Pierina (Barrick) continuaría con su caída de producción por el agotamiento de reservas. La producción de zinc, plomo y plata mostraría crecimientos moderados impulsado por la recuperación de Volcan y otras empresas de la mediana minería dada la mejora de las cotizaciones de los metales básicos.

Para el año 2005, la producción **manufacturera** se proyecta crecería 5,2 por ciento. La industria procesadora de recursos primarios registraría un aumento de 2,1 por ciento, en tanto

que la manufactura no primaria crecería 6,0 por ciento. El incremento que registraría la industria procesadora de recursos primarios se explica por el aumento de la producción de conservas y congelado de pescado; y, en menor medida por el incremento que registraría la refinación de metales no ferrosos y petróleo refinado. La producción de harina de pescado y de azúcar tendría una ligera disminución afectada esta última todavía por la sequía. La producción de manufactura no primaria aumentaría 6,0 por ciento impulsada por el incremento de las exportaciones no tradicionales, el desarrollo de proyectos mineros, el dinamismo del sector construcción y el desarrollo del gas de Camisea.

El sector **construcción** crecería 6,6 por ciento por la continuación del dinamismo de la inversión privada, en particular la registrada en construcción de viviendas y la realización de proyectos mineros.

II.2 Sector externo

47. El entorno internacional en lo que va del año se caracterizó por el significativo aumento del precio del petróleo, el inicio del ciclo de alzas de tasas de interés por parte de la FED de Estados Unidos y la aplicación de medidas para desacelerar la economía por parte de China. Ello en el contexto de incertidumbre política asociada a la situación en el Medio Oriente (Irak en particular) y al aumento de la inseguridad por ataques terroristas.

Para lo que resta del año, y para el próximo, el contexto internacional estará marcado por la evolución de los factores mencionados, por la aplicación de una política monetaria menos expansiva en las principales economías desarrolladas y la evolución económica de países emergentes importantes (China e India). A ello se sumaría el impacto del desarrollo electoral en Estados Unidos.

48. A nivel de nuestros principales socios comerciales, para el 2004, las perspectivas de crecimiento se mantienen casi sin variación respecto al Reporte de Inflación de Mayo (4,3 ciento comparado con el 4,2 por ciento anterior). Las proyecciones de crecimiento para Estados Unidos, nuestro principal socio comercial (28 por ciento de nuestro comercio), han sido revisadas ligeramente a la baja.

La economía de Estados Unidos registró el año pasado un crecimiento de 3,0 por ciento, estimándose para el presente año un dinamismo mayor. Sin embargo, luego que diversos

indicadores mostraran cierta desaceleración del crecimiento el segundo trimestre debido, en parte, al poco dinamismo del mercado laboral y a la disminución en la confianza del consumidor; la proyección del crecimiento se ha reducido respecto a la proyección anterior (de 4,6 a 4,4 por ciento).

A ello se suma la incertidumbre geopolítica, los altos niveles en el precio del petróleo y la respuesta en el manejo de tasas de interés por parte de la FED a la evolución de la inflación. En ese sentido, para el 2005 se ha revisado también la proyección de crecimiento de la economía de Estados Unidos a la baja respecto al Reporte de Inflación de Mayo de 2004 (de 3,8 a 3,6 por ciento).

49. Por otra parte, en los países europeos, se ha observado una ligera recuperación para el 2004. En el segundo trimestre del año, Alemania experimentó una ligera expansión impulsada por su sector exportador; mientras que Francia creció favorecida por el incremento en el consumo privado. Asimismo, Reino Unido presenta una coyuntura de alto crecimiento económico y de presiones sobre el mercado inmobiliario, lo que llevó al Banco de Inglaterra a aumentar su tasa de interés referencial a 4,75 por ciento. Para el 2005, se estima que los países de Europa presentarían un menor ritmo de crecimiento.

Cuadro 25

CRECIMIENTO DE NUESTROS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES (En porcentajes)

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

Fuente: *Foreign Exchange Consensus Forecast* (Agosto 2004)

Cabe indicar que, tanto los países asiáticos como de la región con los cuales se tiene un flujo comercial importante, presentan un panorama optimista respecto a sus perspectivas de crecimiento. Para el 2004, las proyecciones de crecimiento del PBI han pasado de 5,5 a 6,0 por ciento para el caso de Asia y de 4,9 a 5,2 por ciento para los países de la región de América Latina.

Este mayor dinamismo estaría explicado por el fuerte ritmo de crecimiento de China, a pesar de las medidas para desacelerar su economía, y por la ostensible recuperación y consolidación del crecimiento de Japón (no obstante la caída observada en el segundo trimestre). Por su parte, los países de la región se ven impulsados por el crecimiento económico de Brasil (influenciado por la evolución de su balanza comercial, el avance de reformas y la facilidad de acceso a los mercados financieros internacionales) y de Chile (favorecido por el aumento en el precio del cobre).

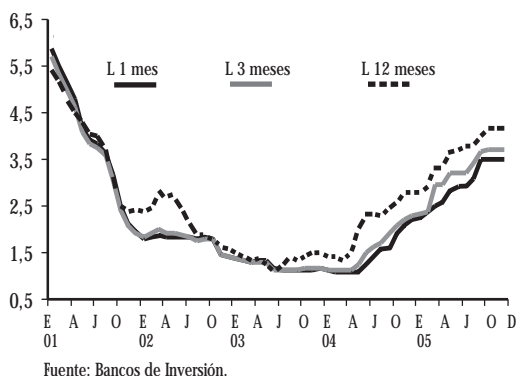
Perspectivas de tasas de interés internacionales

50. La FED inició en junio el ciclo de alzas de tasas de interés, luego de aplicar una política de reducción de tasas desde mediados de 2000. Así, en su reunión del 30 de junio subió la tasa en 25 pbs. a 1,25 por ciento y posteriormente el 10 de agosto la volvió a incrementar en 25 pbs. El mercado ya había descontado este incremento, por lo que su impacto en los mercados no fue desmesurado. El anticipo de la subida de tasas de interés por parte de los inversionistas influyó en la relativa estabilidad de los mercados financieros latinoamericanos (en particular en los mercados de deuda emergente).

51. Cabe mencionar que la FED se muestra optimista en torno a la evolución de la economía, aunque con cierta moderación en el ritmo de crecimiento. Asimismo, el equilibrio percibido entre los riesgos de inflación y de crecimiento del PBI permiten estimar cierto gradualismo en el ciclo de alzas de las tasas de interés.

52. Sin embargo, dada la evolución de las tasas de crecimiento del PBI de Estados Unidos y de otros indicadores económicos recientes (caída del índice de indicadores líderes y menores órdenes de bienes durables) el panorama sobre futuros incrementos de tasas de interés muestra cierto grado de incertidumbre. En el mercado de futuros se estima un aumento de 25 pbs en la reunión del 21 de setiembre; aunque se observa un menor consenso en torno a futuros incrementos en las siguientes reuniones. En el presente Reporte de Inflación

Gráfico 36
CURVA DE TASAS LIBOR
(En porcentajes)



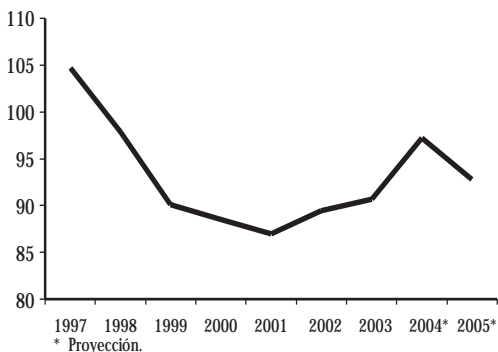
se mantiene la proyección de la tasa de interés libor a 3 meses en 2,3 por ciento para diciembre de 2004 y en 3,7 por ciento en diciembre de 2005.

Términos de intercambio

53. Una mejora en los términos de intercambio tiene un impacto expansivo sobre la demanda agregada al generar mayores ingresos para el sector público y privado.

Para el **2004** se proyecta una variación anual promedio de los términos de intercambio de 7,2 por ciento. Este nivel, aunque menor al proyectado en el Reporte de Mayo (9,1 por ciento), aún constituye la mayor ganancia de términos de intercambio desde 1995. Dicha caída se da tanto por un menor aumento de los precios de las exportaciones como por un mayor aumento del precio de las importaciones. El menor aumento del precio de las exportaciones (15,6 por ciento versus 16,0 por ciento), se explica básicamente por los menores aumentos de los precios del zinc y oro que contrarrestaron el mayor incremento del cobre. El precio de las importaciones tendría un incremento de 7,8 por ciento, mayor al 6,3 por ciento proyectado en mayo, principalmente ante el mayor aumento del precio de los combustibles de 27,8 por ciento versus 15,9 por ciento. Así, en mayo se proyectaba que la cotización de petróleo WTI sería de US\$ 33,7 al finalizar el 2004, estimado que se ha elevado a US\$ 40,3 en la proyección actual. Cabe señalar que estos estimados se pueden considerar conservadores.

Gráfico 37
ÍNDICE DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(1994=100)



Cuadro 26

TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variación anual)

	2003	Proyecciones		2005
		Reporte de Inflación Mayo 2004	Reporte de Inflación Agosto 2004	
Términos de intercambio	1,4	9,1	7,2	-4,4
Índice de precios de exportación	7,1	16,0	15,6	-2,4
Índice de precios de importación	5,6	6,3	7,8	2,1

Fuente: BCRP

54. Así, para el **2005** se proyecta una disminución de 4,4 por ciento en los términos de intercambio por una caída de 2,4 por ciento del precio de las exportaciones y un aumento de 2,1 por ciento en el precio de las importaciones. En el caso de

Gráfico 38
PRECIO DEL PETRÓLEO WTI EJECUTADO Y FUTUROS

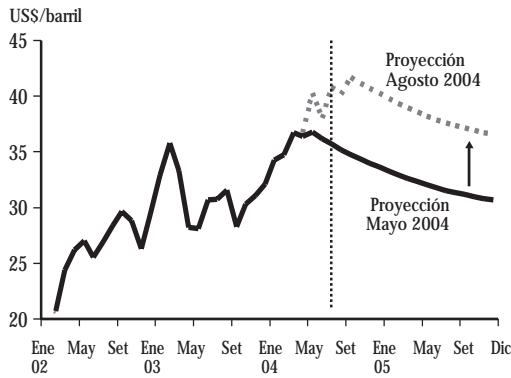
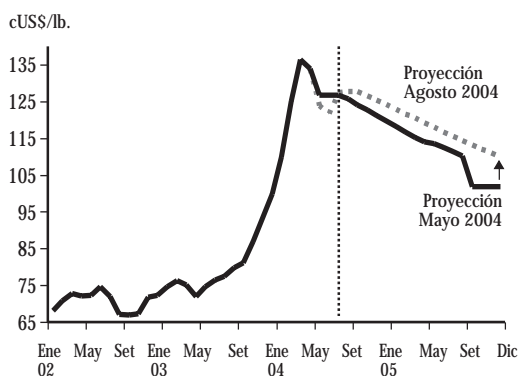


Gráfico 39
PRECIO DEL COBRE: EJECUTADO Y FUTUROS



los precios de las exportaciones destacan los menores precios del cobre (10,8 por ciento), plomo (6,4 por ciento), estaño (4,2 por ciento) y hierro (3,7 por ciento). Sin embargo, el nivel de los términos de intercambio en el 2005 superaría en 2,5 por ciento al promedio de los cinco años anteriores.

55. La cotización del petróleo alcanzó niveles record en agosto llegando a US\$ 48,7 por barril el día 19, cuando la producción de Irak se redujo a la mitad por enfrentamientos militares, y se acentuaron por los temores de una disminución en las exportaciones rusas por los problemas fiscales que enfrenta la principal empresa exportadora, Yukos Oil Co. Cabe señalar que la producción normal de Irak representa 2,2 por ciento de la producción mundial en tanto que Yukos representa el 1,2 por ciento de la misma.

Diversos factores coyunturales como los antes señalados, así como los bajos niveles de inventarios, aunado a la mayor demanda mundial de crudo por parte de Estados Unidos, China e India, en un contexto en el que la OPEP está operando cerca de la capacidad máxima de producción ha determinado que la cotización alcance un promedio de US\$ 38 por barril en lo que va del año. Sin embargo, esta cotización sigue siendo inferior en términos reales a la alcanzada cuando se produjo la revolución iraní en 1980 (US\$ 80 por barril a precios de hoy), pero en agosto ya se superó el alcanzado en el primer choque del petróleo en 1974 (US\$ 43 por barril a precios de hoy).

Para el caso de las importaciones, la variación promedio anual del petróleo WTI ha sido corregida hacia arriba de 13,3 a 24,7 por ciento para el 2004, esperándose un precio promedio y a fin de período para el 2004 de US\$ 38,8 y US\$ 40,3 por barril, respectivamente. En el Reporte de Inflación de Mayo se proyectó un precio promedio y fin de período para el 2004 de US\$ 35,2 y US\$ 33,7 por barril, respectivamente. Este aumento se explica por un escenario desfavorable en el mercado, con una mayor demanda mundial y problemas por el lado de la oferta antes señalados. Para el año 2005, se espera una reducción del precio del petróleo WTI a fin de período a US\$ 37 por barril, nivel mayor al proyectado en el Reporte de Inflación de Mayo (US\$ 33 por barril).

Respecto al cobre, se ha agudizado el desbalance entre oferta y demanda. Ello, debido al efecto de las huelgas en las minas del Grupo México (La Caridad y Cananea) sobre la oferta, así como las noticias sobre el crecimiento de la demanda de China a pesar de las medidas de desaceleración de su economía (el sector energético, intensivo en el uso de dicho metal,

Gráfico 40
PRECIO DEL ORO: EECUTADO Y FUTUROS

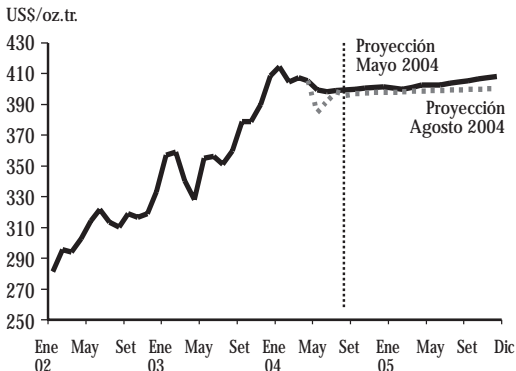


Gráfico 41
PRECIO DEL ZINC: EECUTADO Y FUTUROS

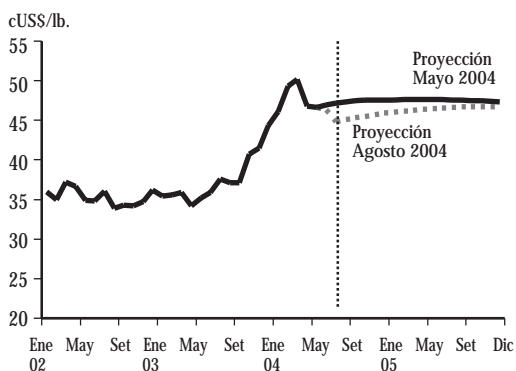


Gráfico 42
PRECIO DEL ACEITE DE SOYA: EECUTADO Y FUTUROS

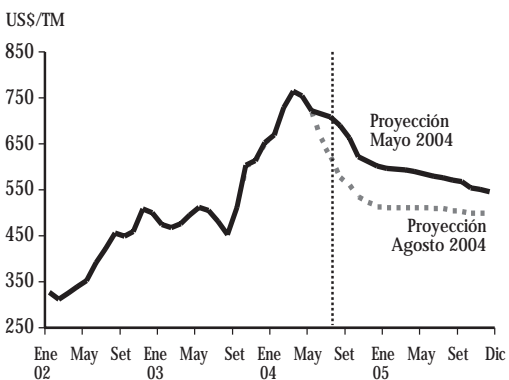
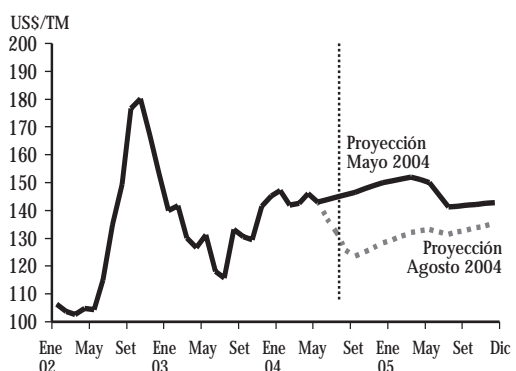


Gráfico 43
PRECIO DEL TRIGO: EECUTADO Y FUTUROS



mantendría un crecimiento significativo). Así, *Phelps Dodge* pronostica un déficit global de 700 mil TM (en abril había proyectado uno de 600 mil TM), *SG Commodities Research* estima un déficit para este año de 750 mil TM y *Metalbulletin Research* pronostica uno de 746 mil TM. Con ello, los inventarios de cobre se encuentran en su nivel más bajo en 14 años. Esto ha generado una revisión al alza de la cotización del cobre para el año 2004 de US\$/lb 1,25 a US\$/lb 1,26 y para el 2005 de US\$/lb 1,10 a US\$/lb 1,16.

Respecto al oro, el ligero fortalecimiento del dólar, asociado al incremento de la tasa de interés en EUA, determinó una leve corrección a la baja en la proyección del precio. Así, para el año 2004 la proyección del precio del oro pasó de US\$/onza 402,6 a US\$/onza 399,5 y para el 2005 de US\$/onza 403,8 a US\$/onza 399,3. Sin embargo, se debe hacer notar que la cotización y las proyecciones de los precios a futuro del oro vienen registrando cierta volatilidad, por sus características de reserva de valor y el consiguiente impacto de la tensión geopolítica mundial.

En el caso del zinc se produjo una corrección a la baja en la proyección vigente respecto a mayo. Los inventarios en las principales bolsas de metales mantienen niveles elevados, lo que ha generado que aún no haya signos claros de una recuperación del consumo que equilibre el mercado superavitario. Así, para el año 2004 la proyección del precio del zinc pasó de US\$/libra 47,5 a US\$/lb 46,5 y para el 2005 de US\$/lb 47,5 a US\$/lb 46,5.

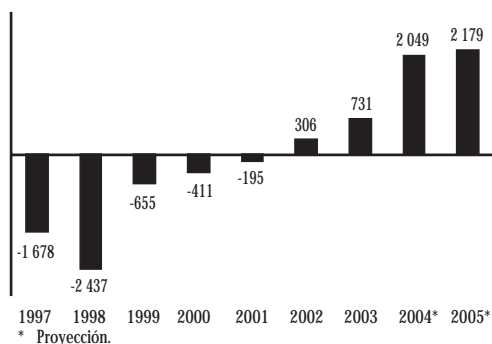
En el caso del aceite de soya se corrigió la proyección del precio a la baja, debido a menores importaciones por parte de China y a que el mercado tiene estimada una mayor producción por recuperación de las cosechas en EUA, Brasil y Argentina. De esta manera, el precio promedio anual de US\$ 687,0 por TM en el año 2004 proyectado en mayo se ha corregido a US\$ 635,6 por TM en la proyección vigente. Para el año 2005 la proyección ha pasado de US\$ 574,4 por TM a US\$ 506,5 por TM.

En mayo, la proyección del precio del trigo consideró un crecimiento casi nulo de la producción mundial; sin embargo el registro de una menor demanda de China en las últimas semanas ha impulsado el precio hacia la baja lo que ha provocado una corrección del precio en el mercado de granos, coadyuvado además por el buen progreso de las cosechas del trigo de invierno en EUA. Las adecuadas condiciones climáticas vienen siendo claramente favorables al avance de la cosecha. De esta manera, el precio

promedio anual de US\$ 148,4 por TM en el año 2004 estimado en mayo, pasó a US\$ 135,0 por TM. en la proyección vigente. Para el 2005 la proyección ha pasado de US\$ 146,1 por a US\$ 132,6 por TM.

Balanza comercial

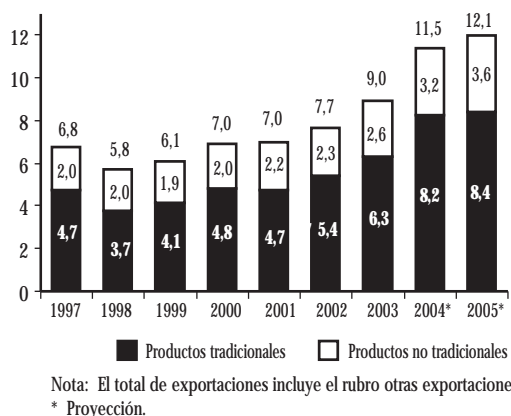
Gráfico 44
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)



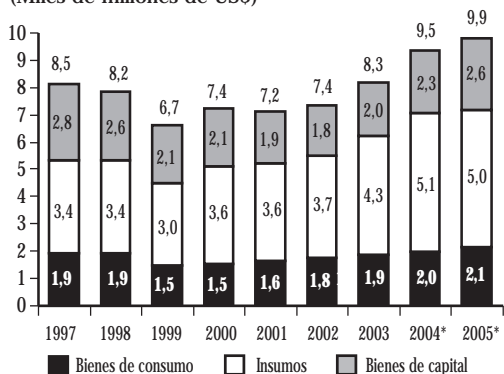
56. Tomando en cuenta los desarrollos en los términos de intercambio y la economía mundial, se estima que la balanza comercial registrará en el 2004 un superávit de US\$ 2 049 millones, versus los US\$ 2 318 millones proyectados en el Reporte de Inflación de mayo. La revisión hacia abajo se explica por las mayores importaciones proyectadas para el 2004, debido al mayor crecimiento del PBI estimado, y los mayores precios del petróleo.

57. Se espera que las exportaciones crezcan a una tasa de 28,1 por ciento en el 2004 (US\$ 11 510 millones) debido a las mayores cotizaciones internacionales de los minerales y a mayores volúmenes exportados de los productos mineros, en especial cobre (como consecuencia de la recomposición de la producción de Antamina que programó para el 2004 un mayor tratamiento de mineral con alto contenido de cobre y reducido contenido de zinc), así como por el incremento de ventas de prendas de vestir por los beneficios derivados del Acuerdo de Promoción Comercial Andina y Erradicación de la Droga (ATPDEA). Las exportaciones tradicionales crecerían en 30,8 por ciento (US\$ 1 928 millones) explicado por las mayores ventas al exterior de productos mineros (US\$ 1 774 millones). Entre los productos mineros tradicionales, destaca el incremento en el cobre (US\$ 1 036 millones) y oro (US\$ 233 millones) debido a las mayores cotizaciones internacionales de ambos productos y los volúmenes embarcados en el caso del cobre.

Gráfico 45
EXPORTACIONES DE BIENES
(Miles de millones de US\$)



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



Para el 2005 las exportaciones ascenderían a US\$ 12 084 millones, nivel superior en 5,0 por ciento al valor estimado en el 2004, debido a un crecimiento de 2,4 por ciento en las exportaciones tradicionales y de 11,7 por ciento en las no tradicionales.

58. Se estima que el valor de las importaciones en el año 2004 sería de US\$ 9 461 millones, mayor en 14,6 por ciento al nivel de importaciones de 2003. Este crecimiento es superior al proyectado en el Reporte de Mayo (10 por ciento), debido a los mayores precios promedio de crudo proyectados (25 por ciento versus 13 por ciento proyectado en mayo).

Para el año **2005**, se espera un crecimiento de las importaciones de 4,7 por ciento, impulsado por las compras de bienes de capital para la industria (14 por ciento) y de insumos para la industria (9 por ciento), compensado por la disminución de las compras de combustible, asociado al proceso de sustitución de los productos de petróleo por el gas natural de Camisea, que entró en operación la primera semana de agosto.

Cuadro 27

BALANZA COMERCIAL

(Millones de US\$)

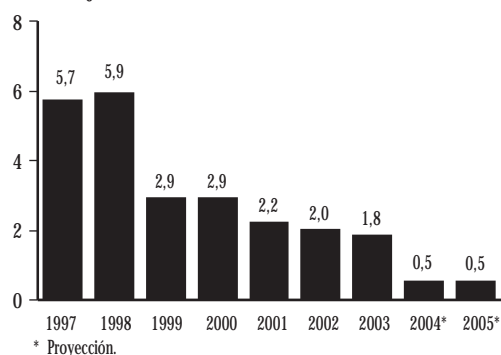
	2003	2004 *	2005 *	Var. %	
				2004 *	2005 *
1. EXPORTACIONES	8 986	11 510	12 084	28,1	5,0
Productos tradicionales	6 267	8 195	8 391	30,8	2,4
Productos no tradicionales	2 602	3 187	3 560	22,5	11,7
Otros	117	128	133	10,0	3,5
2. IMPORTACIONES	8 255	9 461	9 905	14,6	4,7
Bienes de consumo	1 851	1 954	2 122	5,6	8,6
Insumos	4 344	5 058	5 031	16,4	-0,5
Bienes de capital	1 984	2 340	2 639	18,0	12,7
Otros bienes	75	109	113	44,3	3,8
3. BALANZA COMERCIAL	731	2 049	2 179		

* Proyección

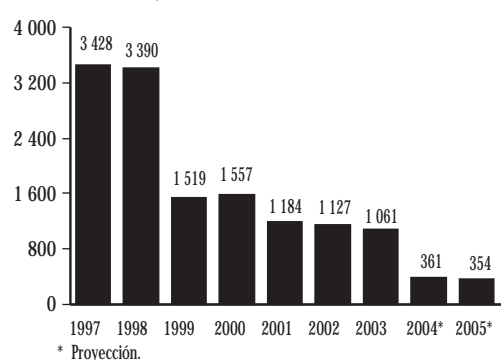
Fuente: BCRP y SUNAT

Gráfico 46
DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE
DE LA BALANZA DE PAGOS

Porcentaje del PBI



Millones de US\$



Cuenta corriente de la balanza de pagos y flujo de capitales

59. En el **2004**, la cuenta corriente de la balanza de pagos tendría un déficit de US\$ 361 millones, equivalente a 0,5 por ciento del PBI, ligeramente mayor a la proyección de mayo (US\$ 267 millones ó 0,4 por ciento) debido al menor superávit comercial proyectado y a las mayores utilidades generadas por las empresas con participación extranjera, en parte compensados por las mayores transferencias de peruanos en el exterior.

Respecto al financiamiento del sector privado, se proyecta US\$ 1 868 millones en el 2004, monto ligeramente mayor al previsto en el Reporte de Mayo (US\$ 1 829 millones).

Los capitales públicos alcanzarían un total de US\$ 542 millones, monto similar al del Reporte de Mayo (US\$ 557 millones). Para el año se proyecta una ganancia de reservas internacionales netas de US\$ 500 millones.

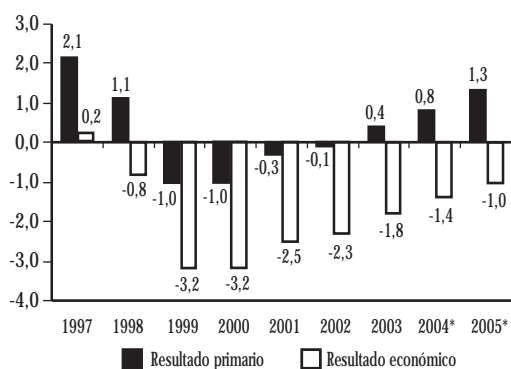
Para el año **2005** se proyecta un déficit en cuenta corriente de US\$ 354 millones, menor en US\$ 167 millones al previsto en mayo. Esta diferencia obedecería principalmente a las mayores remesas de los peruanos residentes en el exterior, compensadas en parte por las mayores utilidades que generarían las empresas con participación extranjera.

El financiamiento externo al sector privado ascendería en el 2005 a US\$ 1 997 millones, monto similar al proyectado en mayo (US\$ 2 015 millones), en tanto que el financiamiento al sector público sería de US\$ 863 millones, monto asimismo superior al del Reporte de Mayo (US\$ 748 millones). Se proyecta que la acumulación de reservas internacionales netas ascendería a US\$ 100 millones.

II.3 Cuentas fiscales

60. La proyección de las cuentas del sector público muestra que la política fiscal continuará reduciendo las presiones sobre la deuda pública y la percepción de riesgo macroeconómico del país. Así, se espera que el **déficit fiscal** se reduzca a 1 por ciento del PBI en el 2005. Para el año 2004 la proyección mantiene el estimado de déficit en 1,4 por ciento del PBI, en línea con lo previsto en el Marco Macroeconómico Multianual.
61. Los **ingresos corrientes del gobierno central** ascenderían a 15,2 por ciento del PBI en 2004, lo que implica una mejora de 7,3 por ciento en términos reales respecto al 2003. Estas cifras implican una mejora de 0,2 puntos porcentuales del PBI (S/. 325 millones) respecto a la proyección realizada en el Reporte de Mayo. Dicha mejora responde a la mayor recaudación por impuesto a la renta e IGV, resultado de la mejora en los coeficientes de pago de las personas jurídicas, de las medidas administrativas en el IGV y de la mayor actividad económica. Durante el tercer trimestre se aplicó el Sistema de Estabilización de Precios de los Combustibles mediante la reducción del ISC. Asimismo, se espera que el Impuesto Extraordinario de Solidaridad (IES) se elimine en el cuarto trimestre de este año.

Gráfico 47
OPERACIONES DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Para el año 2005, se estima que los ingresos corrientes se sitúen en 15,5 por ciento del PBI, lo que significaría un crecimiento real de 6,7 por ciento. Estas cifras implican una mejora de 0,3 por ciento del PBI respecto a lo previsto en mayo, debido principalmente a la mejora del impuesto a la renta y la aplicación de las regalías mineras, así como la mayor actividad económica. Cabe mencionar que durante este ejercicio se registraría el efecto del incremento de la tasa de personas jurídicas de 27 a 30 por ciento, así como mayores regalías provenientes de la operación del Proyecto de Camisea.

62. Los **gastos no financieros del gobierno central** del ejercicio 2004 ascenderían a 14,7 por ciento, representando un crecimiento real de 4,2 por ciento del PBI. Este crecimiento es similar al estimado en mayo, lo que implica que dado el menor gasto registrado en el primer semestre, el ritmo de ejecución debiera incrementarse significativamente en el segundo semestre del año, para cumplir con lo previsto en el Marco Macroeconómico Multianual (aproximadamente 9 por ciento real respecto al segundo semestre de 2003).

En el año 2005 los gastos ascenderían a 14,6 por ciento del PBI, generando así un crecimiento de 4,1 por ciento en términos reales. El mayor incremento se observaría en el componente del gasto de capital, con lo cual se espera un crecimiento de 7 por ciento en términos reales de la inversión pública. Asimismo, durante el 2005 se registraría el efecto total de los incrementos otorgados a los trabajadores del sector educación y defensa otorgados en el segundo semestre del año 2004.

Cuadro 28

SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

(Millones de nuevos soles)

	2003	2004 *	2005 *
1. Ingresos corrientes	31 551	35 123	38 310
(% del PBI)	15,0	15,2	15,5
Var. % real	8,0	7,3	6,7
2. Gastos no financieros	-31 460	-34 000	-36 157
(% del PBI)	-14,9	-14,7	-14,6
Var. % real	5,2	4,2	4,1
3. Otros	814	653	970
(% del PBI)	0,4	0,3	0,4
4. Resultado Primario	905	1 777	3 123
(% del PBI)	0,4	0,8	1,3
5. Intereses	-4 633	-5 016	-5 521
(% del PBI)	-2,2	-2,2	-2,2
De los cuales:			
Bonos de reconocimiento	-235	-364	-236
Externos (Millones de US\$)	-\$1 082	-\$1 156	-\$1 314
6. Resultado económico	-3 728	-3 239	-2 397
(% del PBI)	-1,8	-1,4	-1,0
Millones de US\$	-\$1 072	-\$945	-\$679

* Proyección

63. Los **requerimientos financieros** para el 2004 se estiman en US\$ 2 909 millones, cifra similar a la prevista en el mes de mayo. Los requerimientos de financiamiento se atenderían mayormente con desembolsos externos por US\$ 1 905 millones, correspondiendo US\$ 1 460 millones a libre disponibilidad y US\$ 444 millones a proyectos de inversión. Asimismo, se emitirían bonos internos por un equivalente a US\$ 497 millones.

En el año 2005, los requerimientos ascenderían a US\$ 2 968 millones, cifra superior en US\$ 59 millones a lo que se registraría en el 2004. Ello obedece a las mayores amortizaciones de deuda pública, principalmente interna, debido a que en dicho año se atenderían los bonos emitidos para el Fondo de Seguro de Depósitos. Los requerimientos se atenderían con US\$ 2 284 millones por desembolsos externos, de los cuales US\$ 1 784 millones son de libre disponibilidad y US\$ 500 millones corresponden a proyectos de inversión. La colocación de bonos internos equivalentes a US\$ 600 millones.

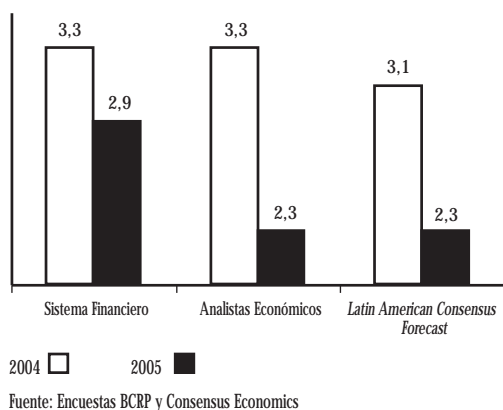
Cuadro 29

FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

	2003	2004 *	2005 *
1. Resultado Económico (Millones de nuevos soles)	-3 728	-3 239	-2 397
(% del PBI)	-1,8	-1,4	-1,0
Millones de US\$	-\$1 072	-\$945	-\$679
2. Amortización (Millones de US\$)	-\$1 743	-\$1 964	-\$2 289
Redención de bonos de reconocimiento	-\$172	-\$233	-\$185
Internos	-\$385	-\$381	-\$694
Externos	-\$1 187	-\$1 350	-\$1 410
3. Requerimiento financiero (Millones de US\$)	\$2 815	\$2 909	\$2 968
Desembolsos externos	\$2 101	\$1 905	\$2 284
Libre disponibilidad	\$1 765	\$1 460	\$1 784
Proyectos de inversión	\$336	\$444	\$500
Bonos internos	\$508	\$497	\$600
Privatización	\$52	\$100	\$43
Otros	\$154	\$407	\$41

* Proyección

Gráfico 48
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
(Tasa porcentual anual)



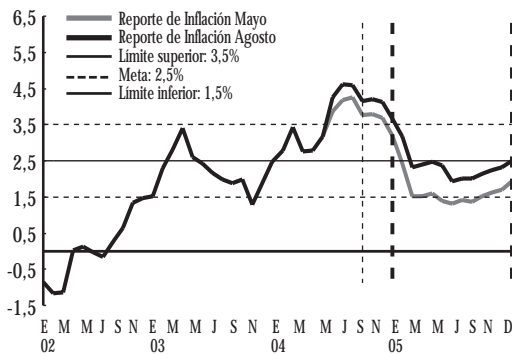
II.4 Inflación

64. En este Reporte, las expectativas de inflación para el 2004 y 2005 se mantienen dentro del rango meta de la política monetaria. Así, para el 2004 las encuestas de expectativas de inflación del sistema financiero y de analistas económicos se ubican en 3,3 por ciento (2,7 por ciento en mayo), mientras que para el 2005 se ubican entre 2,3 y 2,9 por ciento (2,5 por

ciento en mayo). Estas expectativas incorporan los choques de oferta observados.

65. El tipo de cambio nominal se ha apreciado durante julio y agosto en 2,4 por ciento. Esta apreciación compensa parcialmente los efectos inflacionarios que provienen de la mayor inflación importada. El aumento del precio internacional del petróleo ha sido uno de los componentes principales de la mayor inflación importada que se ha venido registrando. La cotización del petróleo ha alcanzado niveles históricos comparables a 1973, esperándose -aunque con un mayor grado de incertidumbre- un ajuste hacia abajo para el 2005.
66. Durante el 2004 los choques de oferta agrícola han sido más fuertes y persistentes de lo que se esperaba en el Reporte de Mayo. El escenario central de la proyección indica un mayor incremento de los precios de alimentos en el 2005 que el considerado en el Reporte de Mayo, debido a la mayor incertidumbre con respecto a las condiciones climáticas, en particular sobre el nivel de lluvias.
67. Para el 2004, la proyección de inflación se ubica alrededor del límite superior del rango meta (3,5 por ciento). Las acciones del Banco Central de Reserva se orientarán a que la tasa de inflación retorne al rango meta, aunque existe la posibilidad que por la magnitud de los choques de oferta registrados dicha convergencia no se alcance a diciembre de este año sino en enero del próximo año.

Gráfico 49
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN
(Variación acumulada del IPC a 12 meses)



68. La reversión parcial de los choques de precios internacionales que se espera para el año 2005 permitirá que la tasa de inflación se ubique alrededor del nivel meta (2,5 por ciento). Los mayores niveles de inflación proyectados respecto al Reporte de Mayo tanto para el 2004 como para el 2005 se deben principalmente a la revisión hacia arriba del nivel de los choques de oferta y del impacto que éstos tienen sobre la inflación.

III. BALANCE DE RIESGOS

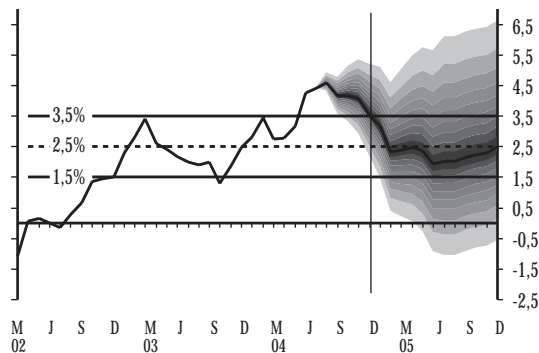
69. El escenario central de proyección se considera como el más probable para los próximos meses bajo una posición de política monetaria estable en el horizonte de proyección. Los resultados de estas proyecciones son sensibles a la evolución de las variables exógenas consideradas, las que pueden diferir del escenario central planteado. El balance de riesgos del Banco Central permite realizar un análisis probabilístico de la dirección de divergencia de las variables exógenas respecto al escenario central. Como resultado, se obtiene la distribución de la proyección de inflación asumiendo la posición actual de política monetaria. Las variables exógenas que se considera tendrán más impacto en el balance de riesgos son la evolución futura del precio internacional del petróleo, de la actividad económica mundial y de la oferta agrícola interna:

- **Mayores precios internacionales del petróleo:** Las variaciones del precio del petróleo se transmiten hacia la inflación interna en forma directa a través de los rubros que conforman el IPC (combustibles y servicios de transporte a pasajeros) e indirectamente a través de los costos de producción y distribución. El escenario central de proyección considera que el precio del petróleo empieza a ajustarse hacia abajo a partir de setiembre de 2004 en dirección de valores históricamente más sostenibles. Sin embargo, en la medida que el escenario mundial se ha vuelto más incierto, la probabilidad de que el precio del petróleo se mantenga por arriba del escenario central planteado es alta. Esto hace que exista un riesgo latente de presiones inflacionarias por el lado de la inflación importada.
- **Menor crecimiento de la actividad económica mundial:** El crecimiento de la economía mundial podría desacelerarse y de esa manera frenar el crecimiento de la actividad doméstica. Esta mayor desaceleración de la economía mundial está ligada a los mayores precios del

petróleo considerados en este balance. El menor crecimiento de la economía mundial presionaría hacia abajo el crecimiento interno y por ello resultaría en una presión hacia abajo en la inflación interna.

- **Mayor deterioro de las condiciones de oferta agrícola interna:** Un componente importante de la inflación es el rubro de alimentos, que también tiene en el escenario central una trayectoria de reajuste hacia menores incrementos de precios durante el 2005. Sin embargo, existe la posibilidad de que la escasa disponibilidad de agua pueda generar mayores presiones sobre estos precios. Además, la continuación de las restricciones a las importaciones de algunos de estos productos puede generar un mayor deterioro de la oferta que podría tener mayores presiones inflacionarias.

Gráfico 50
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN
(Variación acumulada del IPC a 12 meses)



El gráfico muestra la proyección central de inflación últimos 12 meses para el período 2004 - 2005. La franja de color más acentuada indica el resultado más probable, asumiendo que la actual posición de la política monetaria fijada por el Directorio del Banco se mantiene hasta finales del próximo año.

CONCLUSIONES

70. En el presente Reporte, la proyección de inflación se ubicaría alrededor del límite superior del rango meta de inflación en el 2004 (1,5-3,5 por ciento) y en el centro de dicho rango en el 2005 (2,5 por ciento). Estos desarrollos se producirán en un entorno favorable de actividad económica y con la reversión de los choques de oferta negativos. El escenario central antes descrito podría cambiar en una dirección menos favorable debido principalmente a la posibilidad de un mayor nivel de precios internacionales de petróleo con incidencia en los precios internos de combustibles y de tarifas de transporte urbano y por la posibilidad de condiciones adversas de la oferta de alimentos. Cabe indicar que estas proyecciones tienen como supuesto metodológico que la posición actual de la política monetaria se mantiene a lo largo del período de proyección.

ANEXO ESTADÍSTICO
PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN:
AGOSTO 2004 vs MAYO 2004

	2002	2003	2004 1/		2005 1/	
			Reporte Mayo 2004	Reporte Agosto 2004	Reporte Mayo 2004	Reporte Agosto 2004
Var. % Real						
1. Producto Bruto Interno	4,9	3,8	4,0	4,3	4,5	4,5
2. Demanda Interna	4,0	3,3	3,4	4,0	4,4	4,3
a. Consumo Privado	4,4	3,1	3,5	3,5	4,2	4,0
b. Consumo Público	0,2	2,9	4,4	4,0	1,1	3,2
c. Inversión Privada Fija	0,1	5,4	7,2	9,1	6,0	7,2
d. Inversión Pública	-4,8	5,0	8,1	4,7	4,0	5,4
3. Exportaciones de bienes y servicios	6,8	5,9	7,9	9,0	6,0	5,4
4. Importaciones de bienes y servicios	2,1	3,3	4,4	7,5	5,7	4,0
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	1,6	2,5	4,2	4,3	3,6	3,5
Var. %						
7. Inflación	1,5	2,5	3,2	3,5	1,9	2,5
8. Depreciación Nominal	2,3	-1,2	1,1	-0,9	1,1	2,3
9. Depreciación Real (multilateral)	-0,6	7,5	0,6	-2,3	0,7	2,1
10. Términos de Intercambio	2,8	1,4	9,1	7,2	-3,0	-4,4
Millones de US\$						
11. Reservas Internacionales Netas (Flujo)	985	596	100	500	100	100
% del PBI						
12. Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos	-2,0	-1,8	-0,4	-0,5	-0,7	-0,5
13. Balanza Comercial	0,5	1,2	3,5	3,1	3,1	3,1
14. Financiamiento Externo Bruto del Sector Privado 2/	4,7	3,2	2,8	2,8	0,0	2,8
15. Resultado Primario del Sector Público no Financiero	-0,1	0,4	0,7	0,7	1,3	1,3
16. Resultado Económico del Sector Público no Financiero	-2,3	-1,8	-1,4	-1,4	-1,0	-1,0
17. Ingresos Tributarios del Gobierno Central 3/	11,9	13,0	13,3	13,4	13,4	13,5
18. Saldo de Deuda Pública Externa	36,7	37,6	35,2	34,6	34,6	33,9
Var. % Nominal						
19. Gastos No Financieros del Gobierno Central	2,3	7,6	6,7	8,1	4,2	6,3
20. Emisión Primaria promedio anual	15,8	7,4	14,5	16,5	8,5	8,0
21. Crédito al Sector Privado del Sistema Bancario	0,1	-4,5	3,3	4,7	4,2	5,0

1/ Proyección

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

3/ Excluye Impuesto a las Acciones del Estado.

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

