



**Banco Central de Nicaragua
Documento de Trabajo
Diciembre, 2003**

**PROPUESTA DE REDUCCIÓN
DE LA TASA DE DESLIZAMIENTO
A 5 POR CIENTO ANUAL**

Coordinado por Nina M. Conrado y José de Jesús Rojas ^{1/}

La serie de documentos de trabajo es una publicación del Banco Central de Nicaragua que divulga los trabajos de investigación económica realizados por profesionales de esta institución o encargados por ella a terceros. El objetivo de la serie es aportar a la discusión de temas de interés económico y de promover el intercambio de ideas. El contenido de los documentos de trabajo es de exclusiva responsabilidad de su(s) autor(es) y no reflejan necesariamente la opinión del Banco Central de Nicaragua. Los documentos pueden obtenerse en versión PDF en la dirección <http://www.bcn.gob.ni/>

The working paper series is a publication of the Central Bank of Nicaragua that disseminates economic research conducted by its staff or third parties sponsored by the institution. The purpose of the series is to contribute to the discussion of relevant economic issues and to promote the exchange of ideas. The views expressed in the working papers are exclusively those of the author(s) and do not necessarily reflect the position of the Central Bank of Nicaragua. PDF versions of the papers can be found at <http://www.bcn.gob.ni/>

^{1/} Los coordinadores de este trabajo son Sub-gerentes de Programación Económica y de Investigaciones Económicas del Banco Central de Nicaragua. Este documento debe su elaboración a un equipo de trabajo de la gerencia de estudios económicos. Los coordinadores agradecen de manera especial los aportes, comentarios y críticas de Jorge Rodríguez y del Lic. José Félix Solís, Gerente de Estudios Económicos del Banco Central de Nicaragua.

The coordinators are Deputy Managers of Economic Programming and Investigations at the Central Bank of Nicaragua. This document was prepared by a team of Economic Studies Department. The coordinators are especially grateful to Jorge Rodríguez and José Félix Solís, Manager of Economic Studies at the Central Bank of Nicaragua for their comments and criticisms.

Propuesta de Reducción de la Tasa de Deslizamiento a 5 por ciento Anual

Resumen Ejecutivo

El objetivo fundamental del Banco Central es la estabilidad de la moneda nacional y el normal desenvolvimiento de los pagos internos y externos. El control de inflación es el medio por el cual la política monetaria contribuye al bienestar de la población, ya que niveles de inflación bajos y estables promueven una asignación más eficiente de los recursos, mayor crecimiento económico, y mejor distribución del ingreso, pues evita la erosión de los salarios.

La política cambiaria del Banco Central es el instrumento mediante el cual se afectan las expectativas de los agentes, y se contiene la especulación sobre el valor de la moneda. La evidencia empírica ha demostrado que las variaciones del tipo de cambio nominal en Nicaragua se transfieren rápidamente al nivel general de precios, lo cual convierte al tipo de cambio nominal en un instrumento eficaz como ancla para alcanzar la estabilidad de precios, no así como herramienta de política que procure mejoras en la competitividad de la economía.

A partir del año 1999, con el objetivo de lograr tasas de inflación menores, se inició una política de reducción de la tasa de deslizamiento, la cual se detuvo ante el debilitamiento de la estabilidad macroeconómica. No obstante, con la administración de un nuevo gobierno en 2002 y en el marco de un nuevo acuerdo con el FMI, la política económica ha vuelto a enfocarse en la sostenibilidad interna y externa del país, la reducción de la pobreza y el crecimiento económico.

El contexto macroeconómico actual y las perspectivas de mediano plazo apuntan a un fortalecimiento de las finanzas públicas, una reducción de los desbalances externos, especialmente por el punto de culminación de la iniciativa HIPC, y una tasa de crecimiento más vigorosa. Lo anterior presenta un escenario propicio para continuar con el objetivo de reducción de la tasa de inflación a través de la disminución del ritmo de devaluaciones cambiarias. La reducción de la tasa de deslizamiento al 5 por ciento anual para el año 2004 es consistente con los objetivos de política monetaria y fiscal establecidos en el PRGF, y además es una clara señal para los agentes económicos del compromiso de la autoridad monetaria con el cumplimiento de este programa.

I. Antecedentes

De acuerdo al arto. 3 de la Ley Orgánica del Banco Central de Nicaragua (BCN), el objetivo fundamental del Banco es la estabilidad de la moneda nacional y el normal desenvolvimiento de los pagos internos y externos. Así mismo, el arto. 4 de la misma ley faculta al BCN a determinar y ejecutar la política monetaria y cambiaria, en coordinación con la política económica del Gobierno, atendiendo en primer término el cumplimiento de su objetivo fundamental.

Dentro de este marco jurídico, durante la última década, el BCN ha enfocado sus esfuerzos a la estabilidad de precios, apoyando el reestablecimiento de la estabilidad macroeconómica como condición necesaria para el crecimiento. Para estos efectos, se realizaron reformas estructurales que redefinieron el papel de Banco en el otorgamiento de crédito al sector público y financiero, y se estableció la política cambiaria como ancla central en el mantenimiento de la estabilidad de la moneda.

A partir de 1993, después de contener el proceso inflacionario, se instauró un régimen cambiario de mini devaluaciones preanunciadas, con la finalidad afectar las expectativas de los agentes, contener la especulación sobre el valor de la moneda y a la vez propiciar una depreciación real del tipo de cambio. En un inicio, se estableció una tasa de devaluación anual del 5 por ciento, no obstante, la frágil credibilidad del régimen dado el alto déficit fiscal resultó en un incremento de la tasa de deslizamiento al 12 por ciento en ese mismo año.

Durante los años 1994-1996, a pesar de la efectividad de la política cambiaria en la reducción de la inflación, la estabilidad macroeconómica se vio debilitada ante el deterioro de las finanzas públicas por las presiones de gasto del gobierno, y la incertidumbre derivada del proceso electoral, por lo que la tasa de deslizamiento permaneció inalterada.

Luego de la toma de posesión de un nuevo gobierno en 1997, la política económica se orientó nuevamente al ajuste fiscal y al crecimiento. En 1999, con el cumplimiento exitoso del programa económico del gobierno y en la víspera de la elegibilidad de Nicaragua a la Iniciativa HIPC, el panorama económico se tornaba favorable para los próximos años. El crecimiento de la economía

alcanzó 7 por ciento, impulsado por el programa de reconstrucción luego del huracán Mitch, el déficit del sector público combinado después de donaciones fue de 4.2 por ciento del PIB y la cobertura de las reservas internacionales del Banco Central sobre la base monetaria alcanzó 2.3 veces. En este año el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzó 29.1 por ciento del PIB, en gran parte financiado con recursos que provinieron del apoyo externo al programa de reconstrucción.

En un contexto de estabilidad de la moneda y de consolidación de la estabilidad económica, la autoridad monetaria retomó el objetivo de reducir la tasa de inflación. Para esta época, la efectividad del régimen cambiario en producir ganancias reales de competitividad había perdido eficiencia, debido al desarrollo de mecanismos de protección contra la devaluación por parte de los agentes económicos. Así, el BCN decidió iniciar un proceso de reducción gradual de la tasa de deslizamiento¹ y en julio redujo la tasa de mini devaluaciones del 12 por ciento a 9 por ciento, y en noviembre de ese mismo año se redujo a 6 por ciento.

La política de reducción del deslizamiento fue bien recibida por los agentes y se vio como una señal de compromiso del programa económico. No obstante, en los años siguientes, la intención de continuar con la reducción en la tasa de deslizamiento fue postergada por diferentes factores. En el período 2000-2001, la economía nicaragüense estuvo afectada por tres diferentes perturbaciones. Primero, el surgimiento de la crisis bancaria; segundo, el fuerte deterioro de las finanzas públicas como parte del ciclo electoral; y tercero, la presencia de un entorno internacional desfavorable, que incluyó el deterioro de los términos de intercambio, desaceleración de la economía mundial, e incertidumbre por actividades terroristas y conflictos bélicos.

En este contexto, las condiciones necesarias para continuar con una política de disminución de la tasa de deslizamiento no estaban dadas; pues tal como se postula dentro de la literatura de crisis de balanza de pagos, un tipo de cambio fijo no es congruente con políticas económicas expansivas que deterioren los fundamentos de una economía. Así, para el año 2001, los principales indicadores económicos presentaban deterioro. El déficit del sector público combinado después de donaciones alcanzó 9.1 por ciento del PIB y la cobertura de las reservas internacionales del banco central sobre

¹ Reyes, et al (1999) “Reducción del Deslizamiento Cambiario: Una propuesta para disminuir la inflación” Boletín Económico. Vol. I, No. 2. Banco Central de Nicaragua.

la base monetaria era apenas de 1.6 veces y el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzó 23.3 por ciento del PIB.

II. Contexto Macroeconómico Actual

A partir de 2002, con un nuevo gobierno y en el marco de un nuevo acuerdo con el FMI, la política económica centró sus esfuerzos en la sostenibilidad interna y externa del país, la reducción de la pobreza y propiciar las condiciones para el crecimiento económico. Para lograr estos objetivos, la agenda del gobierno ha incluido importantes medidas de ajuste fiscal, priorización del gasto en pobreza, reducción de la deuda interna y gestión de recursos externos concesionales para financiamiento del programa. Los resultados en materia de indicadores económicos son evidentes. Para el año 2003, se estima un déficit del sector público combinado después de donaciones de 3.8 por ciento del PIB, un déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos de 19.6 por ciento del PIB y la cobertura de las reservas internacionales del banco central sobre la base monetaria nuevamente su ubicará alrededor de 2 veces.

Así mismo, dado el cumplimiento satisfactorio del primer año del PRGF y de la matriz de condicionalidades para el punto de culminación de la iniciativa HIPC, Nicaragua espera obtener la aprobación del FMI y Banco Mundial de la condonación de la deuda externa en enero del próximo año. En este contexto, el escenario macroeconómico para los próximos años se torna nuevamente favorable.

En el mediano plazo, ante el firme compromiso de consolidación de la finanzas públicas y de reformas estructurales orientadas a la sostenibilidad y a la consolidación de la estabilidad macroeconómica, se espera que la senda de crecimiento de la economía se dinamice por la integración de esfuerzos a través de Plan Nacional de Desarrollo. Los aumentos de productividad a nivel general de la economía, la reducción de costos por mejor infraestructura, y mayor apertura económica, entre otros, tenderán a depreciar el tipo de cambio real, aumentando la competitividad externa.

Para el año 2004, de acuerdo a las proyecciones realizadas en el marco del segundo año del PRGF, se espera un crecimiento real de la economía de 3.7 por ciento, el déficit del sector público combinado se proyecta que se mantenga en los mismos niveles de 2003 (3.8 por ciento del PIB) y se espera que la cobertura de la base monetaria se mantenga alrededor de 2 veces. Con el objetivo de reducir la tasa de inflación, consolidar la credibilidad al programa económico y a la vez, disminuir el impacto financiero de la cláusula de mantenimiento de valor en la economía, el programa monetario 2004 se diseñó incorporando una reducción en la tasa de deslizamiento del 6 por ciento al 5 por ciento, con lo que se proyecta una tasa de inflación acumulada de 5 por ciento para ese año.

III. Inflación, deslizamiento y tipo de cambio real

Una de las principales razones por la cual se pretende reducir el ritmo de deslizamiento del tipo de cambio es para alcanzar menores niveles de inflación, ya que la evidencia empírica demuestra que en Nicaragua el tipo de cambio ha sido un instrumento sumamente eficaz como ancla nominal.

Esta relación entre el deslizamiento y la inflación ha sido comprobada estadísticamente² y se ha constituido en uno de los principales argumentos para avanzar en la disminución de la inflación a través del instrumento cambiario. En estos estudios se plantea que la incorporación de las variaciones del tipo de cambio en los precios internos (pass-through) se realiza en una forma relativamente rápida. Las estimaciones indican que el 50% de este pass-through se materializa en mes y medio, en tanto que el ajuste completo se lleva a cabo en once meses.

Teóricamente, lo que está detrás de este resultado es un esquema de paridad no cubierta de tasa de interés, en el cual se determina la estabilidad del régimen cambiario y en consecuencia la estabilidad de los precios. En esta formulación se presenta una dinámica de corto plazo. El precio de los bienes no comerciables presenta rigideces de impacto. Al bajar el deslizamiento se presenta una apreciación real del tipo de cambio debido a que la inflación de los no comerciables se rezaga. Esto estimula una reducción en la tasa de interés real, que podría transmitirse a las tasas activas y al mercado de crédito. Sin embargo, una vez completado el ajuste entre devaluación e inflación de no

comerciables la economía retorna a la paridad de tasas de interés con un predominio del premio al riesgo.

Así, la aplicación de la política de deslizamiento cambiario, ha sido acompañada por una tendencia de la inflación consistente con la del tipo de cambio, de forma tal que en el mediano plazo se ha observado una evolución del tipo de cambio real relativamente constante. Por lo tanto, se pueden alcanzar distintas combinaciones de inflación y deslizamiento que satisfagan una misma tendencia del tipo de cambio real, prefiriéndose aquellas combinaciones que se traduzcan en niveles de inflación más bajos.

Esto es lo que se observó entre enero de 1995 y junio de 1999 cuando el deslizamiento cambiario anual promedió 12 por ciento, y la inflación respectiva mantuvo un nivel cercano (11.4%). Luego de las reducciones del deslizamiento de julio y noviembre de 1999, ambas variables tomaron relativamente la misma senda pues el deslizamiento promedió 7 por ciento de julio de 1999 a noviembre de 2003, mientras que la inflación ha promediado 6.5 por ciento, en el mismo período.

Esta alta vinculación entre el deslizamiento y la inflación plantea la posibilidad de alcanzar menores niveles de inflación a través de la reducción del ritmo de deslizamiento del tipo de cambio, sin que ello represente una apreciación del tipo de cambio real. En esta línea, queda claro que una política monetaria que persiga alcanzar menores niveles de inflación debe considerar continuar con la política de reducción del deslizamiento cambiario.

Evolución actual de la inflación

Si bien la evolución de la inflación tiene una alta correlación con la trayectoria del deslizamiento cambiario en el mediano plazo, es clara la influencia que tienen las variaciones de los precios relativos en el nivel de inflación de corto plazo. La evidencia demuestra que en Nicaragua los cambios en los precios no muestran una distribución normal, sino que se observan pocos bienes con cambios significativos y una gran cantidad de bienes que varían en forma moderada. Esta

2 Reyes et al, (1999); Rodríguez / Urcuyo, (2003) “Los determinantes de largo y corto plazo del tipo de cambio real en Nicaragua” Boletín Trimestral. Vol. V, No. 2. Banco Central de Nicaragua.

característica de la evolución de los precios relativos afecta la inflación de corto plazo por un período aproximado de 36 meses³.

Durante los años 2001 y 2002, en Nicaragua se presentaron cambios de precios relativos relacionados con mejoras importantes en la productividad de bienes agropecuarios (granos básicos y lácteos), que no fueron aparejadas con esquemas de comercialización y almacenamiento apropiados, lo que se tradujo en una estacionalidad de precios más marcada que en períodos previos. Estas marcadas variaciones a la baja de los precios agropecuarios incidieron en menores niveles de inflación durante los años mencionados.

En la medida que el efecto de los precios relativos sobre la inflación ha disminuido, al mismo tiempo que se han implementado mejoras en los esquemas de comercialización y almacenamiento, los niveles de inflación han tomado paulatinamente una trayectoria congruente con el ritmo de deslizamiento.

Esta dinámica de los precios es lo que ha explicado en mayor parte el repunte en la inflación que se ha observado en los últimos meses del año 2003. Al desagregar el IPC en sub índices, se determina que los mayores niveles de inflación de este año se deben a la evolución de los precios de productos de origen agropecuario. Por otra parte, se observa un mayor aporte a la inflación proveniente de los bienes administrados debido a ajustes tarifarios mayores que el ritmo de devaluación. Ambos efectos explican el 70 por ciento de la inflación registrada este año, la cual ha acumulado 5.7 por ciento al mes de noviembre.

Por lo tanto, la inflación del año 2003 obedece más que a presiones de demanda, a un reajuste de los precios de productos agropecuarios perecederos y de las tarifas de los bienes administrados. Esto se evidencia en el comportamiento de la inflación subyacente (la cual excluye precisamente estos bienes), cuyo nivel se ha mantenido alrededor de 5 por ciento desde enero de 2002 hasta la fecha.

3 Rivas / Rojas (2000) "Precios relativos e inflación subyacente" Boletín Económico. Vol. II, No. 2. Banco Central de Nicaragua.

Por otro lado, al analizar el comportamiento del sub-índice de precios de los bienes transables, que reflejan en gran medida el efecto de la política cambiaria sobre el nivel de precios de la economía, se observa que los artículos que conforman ese grupo han aportado 2.4 puntos porcentuales de la inflación de 2003. Este comportamiento está en línea con lo que se ha observado en los últimos tres años, en los cuales la devaluación del tipo de cambio ha aportado en forma directa un promedio de 40 por ciento de la inflación anual.

Entonces, dada la importancia del tipo de cambio en la definición del nivel de precios y la decisión de las autoridades económicas de disminuir la inflación se considera recomendable bajar la tasa de deslizamiento, para contribuir al objetivo inflacionario.

IV. Dolarización y costos financieros del deslizamiento

Durante los últimos años, el grado de dolarización de la economía, medido como el porcentaje de los depósitos en moneda extranjera sobre los depósitos totales, se ha mantenido relativamente estable alrededor del 71 por ciento. Lo anterior evidencia que las expectativas de los agentes económicos siguen ligadas a la evolución del tipo de cambio, por lo que la política de mini devaluaciones ha resultado en altos grados de indexación de precios y salarios. Sin embargo, el grado de cobertura de la indexación no es completo, favoreciendo a los poseedores de activos denominados en dólares y perjudicando a los deudores. Esta característica implica vulnerabilidades para el sistema financiero, puesto que los clientes de los intermediarios financieros pudieran mostrar descalce de monedas aun cuando estos intermediarios estén calzados. Con la reducción del deslizamiento disminuye esta exposición al riesgo cambiario al aminorar la carga financiera del servicio de la deuda expresada en córdobas.

Como institución deudora, el Banco Central también se beneficia de una menor tasa de devaluación, puesto que se reduce el costo asociado al mantenimiento de valor originado de las operaciones de mercado abierto. Durante el período 1999-2003, el resultado cuasifiscal del BCN promedió 1.4 puntos del PIB, del cual cerca del 37 por ciento correspondió a mantenimiento de valor de los títulos. Para 2004 se estima que el resultado cuasifiscal sea de alrededor de 2 puntos del PIB y el

mantenimiento de valor represente la cuarta parte de este déficit, lo que sin duda alguna continúa representando un importante elemento de expansión del balance monetario.

La alta carga de la deuda interna pública y los vencimientos programados para los próximos años resaltan la necesidad de ahorrar egresos financieros a través de una reducción del deslizamiento.

V. Valoración de los argumentos en contra de la reducción del deslizamiento

Uno de los principales argumentos en contra de la reducción del deslizamiento cambiario es que esta medida perjudicaría la competitividad externa de la economía, pues generaría una apreciación del tipo de cambio real. Además, se ha argumentado que la existencia de una sobrevaloración del tipo de cambio real reforzaría los temores de la reducción en el ritmo de devaluación.

Sin embargo, estudios recientes sobre el tipo de cambio real y su nivel de equilibrio, permiten demostrar la poca validez que tienen estos argumentos. En primer lugar, se ha encontrado que el tipo de cambio real en Nicaragua depende fundamentalmente de variables reales y no nominales. En efecto, se encontró que los determinantes del tipo de cambio real de equilibrio son el gasto del gobierno, las restricciones al comercio, los términos de intercambio y el progreso tecnológico.

Así, un mayor gasto de gobierno impacta de manera negativa sobre el TCR_e, siendo su elasticidad de -0.06, es decir ante un aumento del 1% en la razón gasto a producto, el TCR_e disminuye en 0.06%. Los términos de intercambio impactan de manera positiva, con una elasticidad de 0.09. La eliminación de las restricciones al comercio deprecia el TCR con una elasticidad de 0.06. Y por último, el progreso tecnológico, que posee un efecto negativo sobre el TCR_e, es decir, se encontró evidencia a favor del efecto Harrod-Balassa-Samuelson, que nos dicen que en los países donde la productividad de los comerciables ha sido mayor a la de los no comerciables, el TCR tiende a apreciarse. La elasticidad es de -0.08. Por lo tanto, las variaciones en el tipo de cambio nominal no tendrían un impacto sobre el tipo de cambio real de equilibrio y no tendría que afectarse la competitividad externa de la economía.

El argumento relativo a la sobrevaloración del tipo de cambio tampoco es válido, por cuanto los estudios indican que el grado de desalineamiento en los últimos años ha sido mínimo. De hecho, el

promedio del valor absoluto dentro de la muestra es de apenas 1.44%, con una desviación estándar de 3.43% y, el mayor desalineamiento es de 4.72% para junio de 1995.

Del análisis del desalineamiento del TCR, se pueden extraer varias implicaciones de política económica. La primera, la tendencia a la apreciación en el TCR parece estarse revirtiendo principalmente por la disminución en el gasto gubernamental; por lo que el esfuerzo de ajuste fiscal impulsado por la actual administración parece estar comenzando a mostrar sus beneficios. Una segunda implicación, es que el grado de desajuste en el TCR parece no ser de la magnitud presentada en estudios anteriores; sin embargo, es necesario realizar un análisis complementario de la sostenibilidad de la balanza de pagos, para soportar estos resultados. Tercero, es que ayuda a clarificar un hecho ya conocido, que es que el actual régimen cambiario es eficiente como ancla nominal, pero no necesariamente fomenta la competitividad internacional del país. Relacionado con lo anterior, se debe destacar la necesidad de seguir impulsando la liberalización del comercio exterior, pues es una fuente natural de competitividad de nuestra economía.

VI. Conclusión

La evidencia empírica ha demostrado a través de diversos estudios que las variaciones del tipo de cambio nominal en Nicaragua se transfieren rápidamente al nivel general de precios, lo cual convierte al tipo de cambio nominal en un instrumento eficaz como ancla para alcanzar la estabilidad de precios, no así como herramienta de política que procure mejoras en la competitividad de la economía.

El contexto macroeconómico actual y las perspectivas de mediano plazo apuntan a un fortalecimiento de las finanzas públicas, una reducción de los desbalances externos y una tasa de crecimiento más vigorosa. Lo anterior presenta un escenario propicio para continuar con el objetivo de reducción de la tasa de inflación a través de la disminución del ritmo de devaluaciones cambiarias.

El objetivo fundamental del Banco Central en alcanzar menores tasas de inflación se debe a que el control de la misma es el medio por el cual la política monetaria contribuye al bienestar de la

población, ya que niveles de inflación bajos y estables promueven una asignación más eficiente de los recursos, mayor crecimiento económico, y mejor distribución del ingreso, pues evita la erosión de los salarios.

La política de reducción en la tasa de deslizamiento es consistente con los objetivos de política monetaria y fiscal establecidos en el PRGF, y además es una clara señal para los agentes económicos del compromiso de la autoridad monetaria con el cumplimiento de este programa.

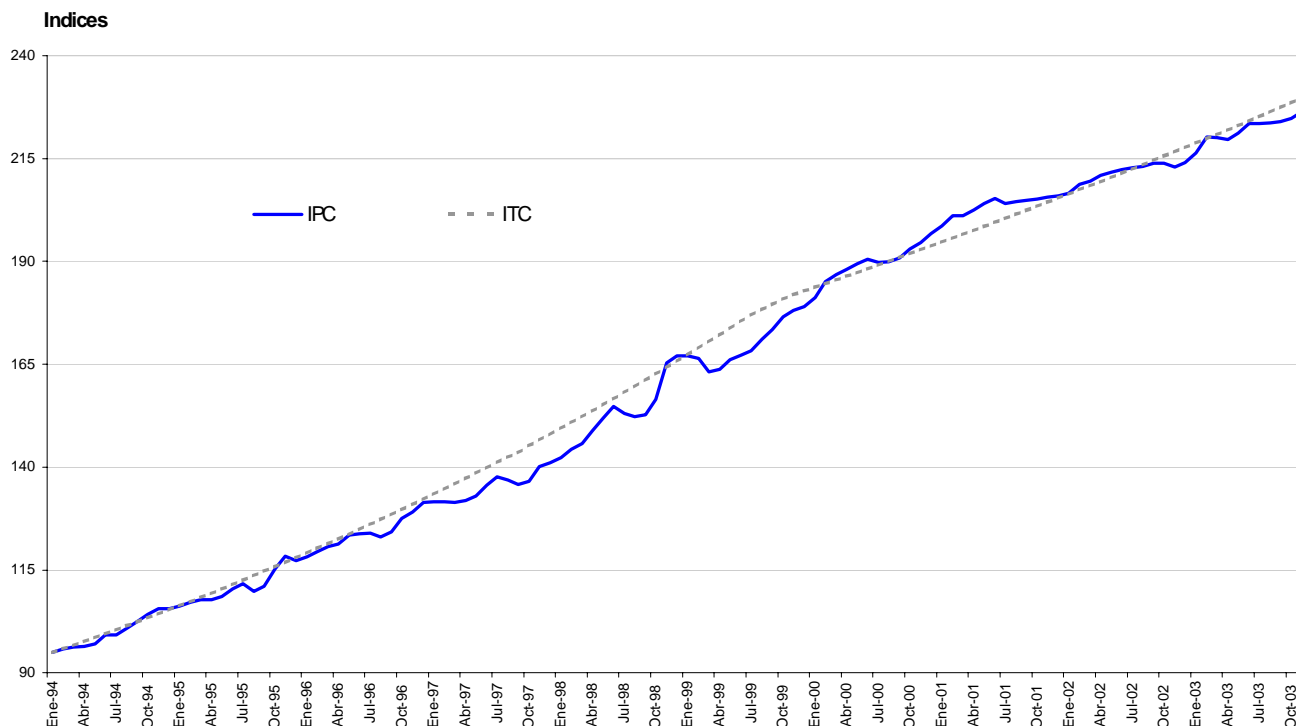
ANEXOS

NICARAGUA: Principales Indicadores Macroeconómicos

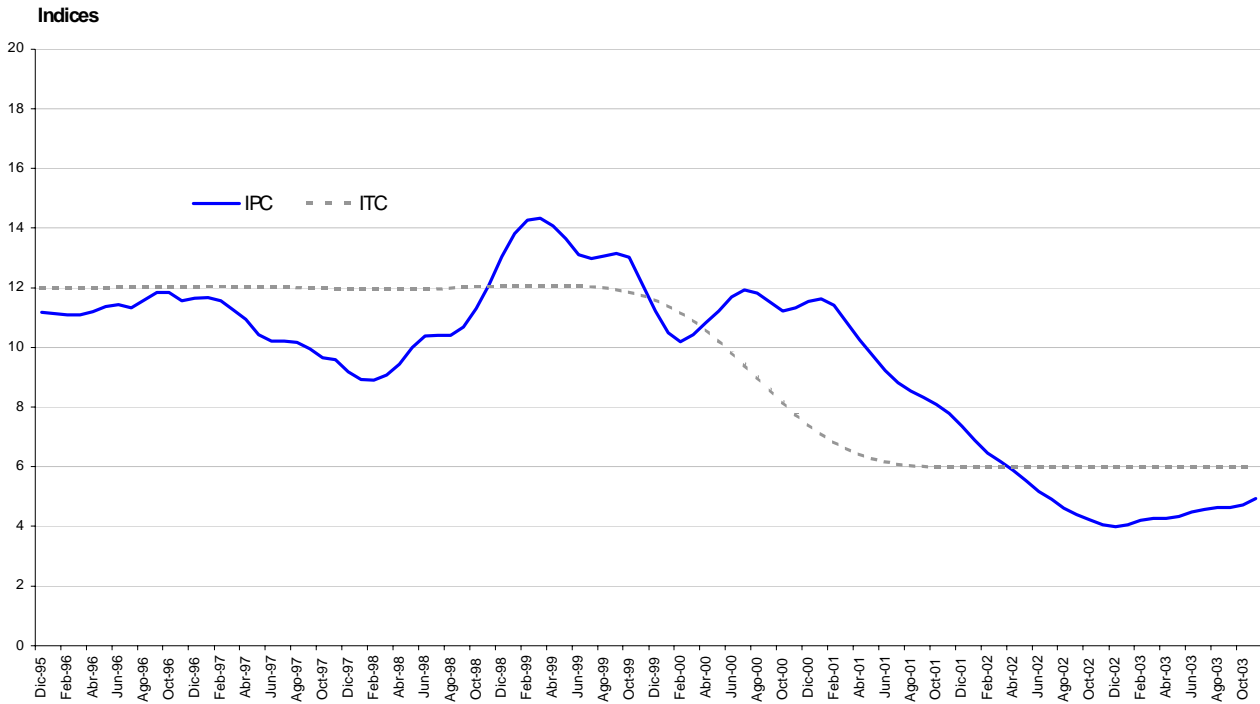
Conceptos	1999	2000	2001	2002 ^a	2003 ^b	2004 ^c	2005 ^c	2006 ^c	2007 ^c	2008 ^c
Actividad Económica										
PIB real (crecimiento %)	7.0	4.2	3.0	1.0	2.3	3.7	3.8	4.2	4.6	4.8
Precios y Tipo de Cambio										
Inflación anual Acumulada (%)	7.2	9.9	4.7	4.0	6.0	5.0	4.5	4.0	3.0	2.0
Devaluación anual (crecimiento %)	10.05	6.0	6.0	6.0	6.0	5.0	4.0	3.0	2.0	1.0
Indicadores Externos										
Déficit (-) en Cuenta Corriente (% del PIB)	(29.1)	(23.4)	(23.3)	(21.8)	(19.6)	(17.5)	(16.4)	(15.3)	(14.1)	(13.3)
Saldo de Reservas Internacionales Brutas (Mill. US\$)	512.9	496.7	382.8	454.7	446.6	524.4	583.1	617.5	653.8	696.9
Sector Público Combinado (% del PIB)										
Déficit global (-) antes de donaciones	(9.3)	(9.4)	(13.8)	(10.5)	(8.9)	(6.8)	(6.3)	(6.7)	(5.4)	(4.7)
Déficit global (-) después de donaciones	(4.2)	(5.0)	(9.1)	(5.5)	(3.8)	(3.8)	(3.0)	(3.3)	(1.8)	(0.9)
Indicadores Monetarios										
Base Monetaria (Millones de C\$)	2,739.0	2,726.3	3,366.3	3,623.2	3,706.1	4,025.0	4,365.2	4,725.6	5,093.4	5,454.2
Base Monetaria (Tasa de Crecimiento)	18.8	-0.5	23.5	7.6	2.3	8.6	8.5	8.3	7.8	7.1
Depósitos Totales (Tasa de Crecimiento)	23.2	4.8	12.2	13.5	8.5	9.9	8.5	8.3	7.8	7.1
M3A (Tasa de Crecimiento)	23.7	4.5	12.1	12.9	8.6	9.9	8.5	8.3	7.8	7.1
Déficit Cuasi-fiscal (% del PIB)	1.0	0.9	1.3	2.0	1.8	2.1	1.3	1.1	1.1	0.8
Saldo RIB/Base Monetaria	2.3	2.4	1.6	1.8	1.9	2.1	2.3	2.3	2.3	2.3
PIB nominal (Millones de córdobas)	44,197.8	50,144.6	53,653.5	57,051.3	61,926.6	68,077.1	73,830.9	79,928.2	86,147.9	92,251.3

a/: Preliminar ; b/: Estimado ; c/: Proyectado

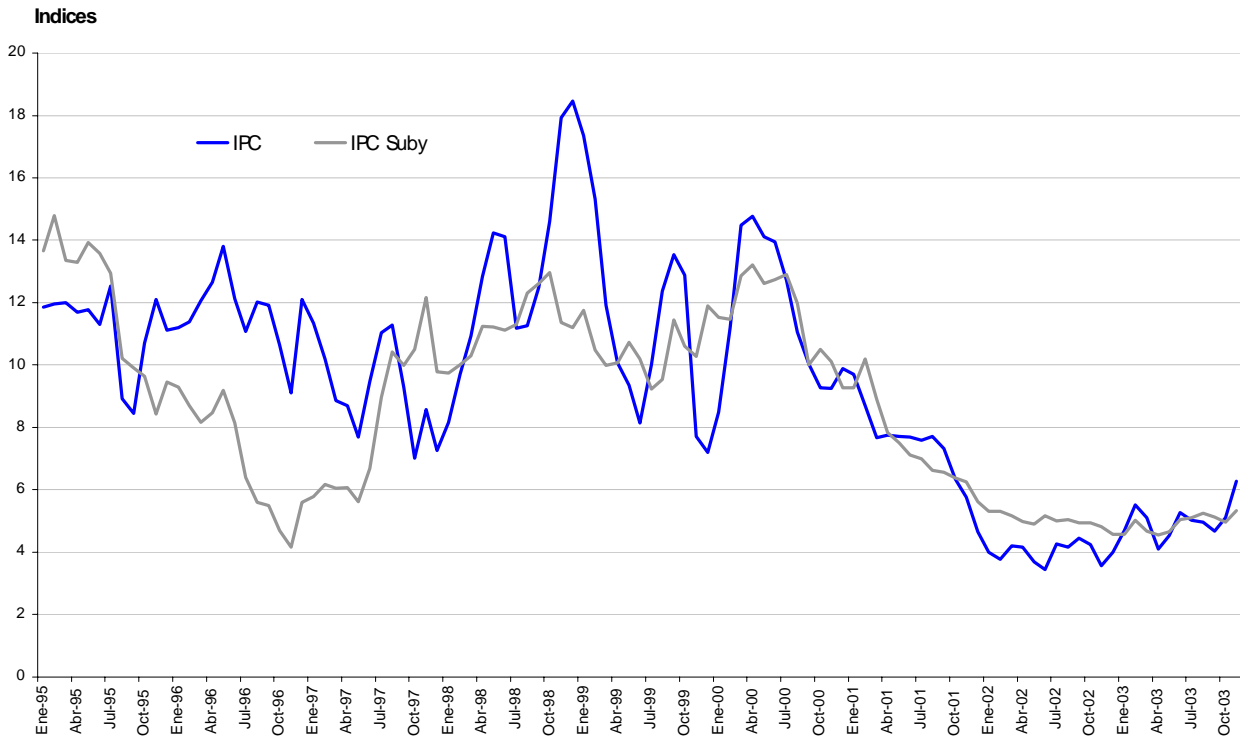
Indice de Precios al Consumidor e Índice Tipo de Cambio
Enero 1994 - Noviembre 2003

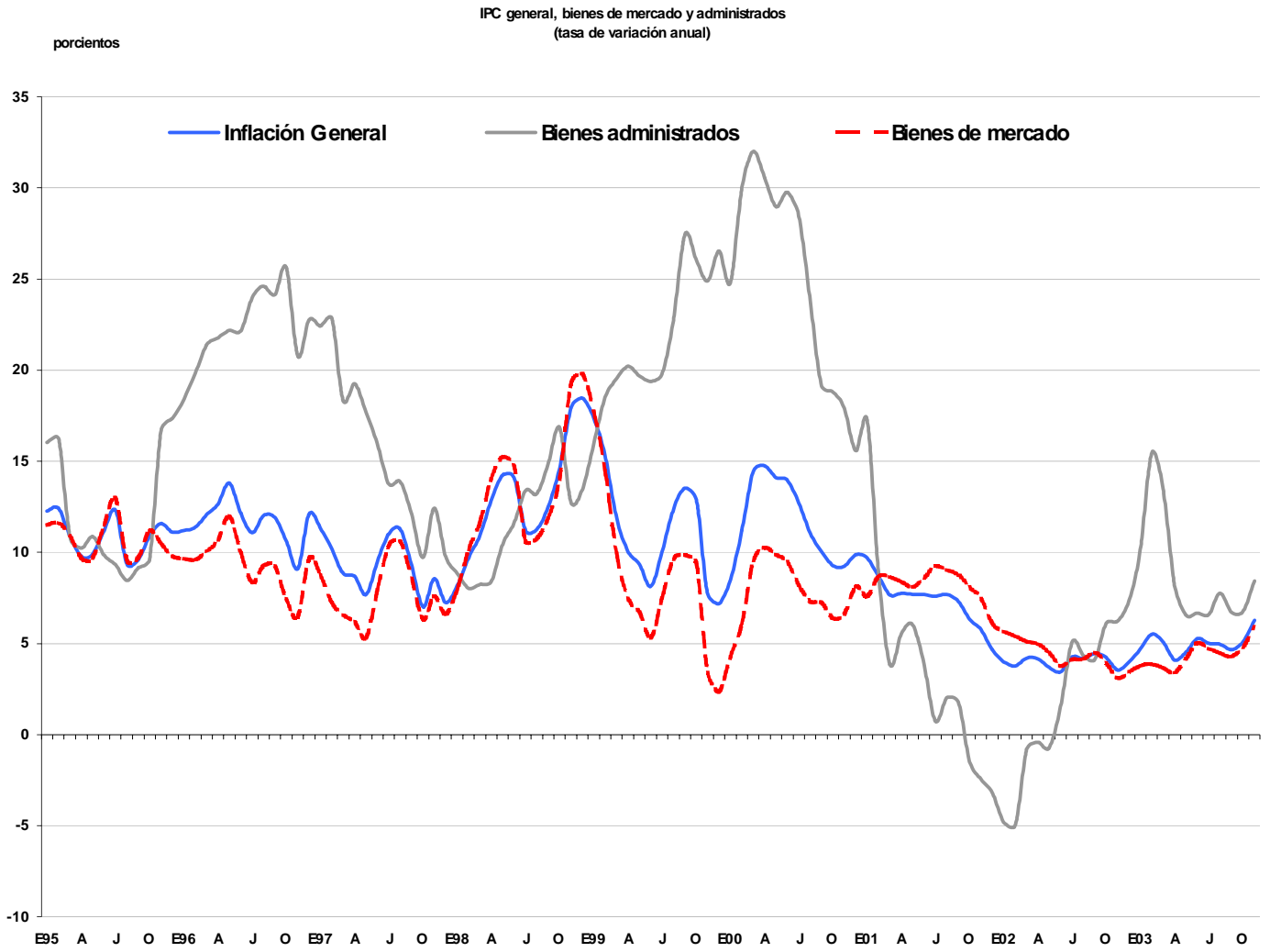


**Indice de precios al consumidor e Índice tipo de cambio
(tasa de variación promedio anual)**



**Indice de precios al consumidor general y subyacente
(tasa de variación interanual)**





**Inflación acumulada y contribución al IPC Nacional a enero - noviembre
(porcentajes)**

Grupos	Ponderación	Inflación Acumulada		Contribución marginal	
		2002	2003	2002	2003
Índice General	100.00	3.19	5.68	3.19	5.68
Índice Agropecuario	22.41	(1.57)	5.65	(0.36)	1.24
Índice Pecuario	12.77	(0.67)	5.36	(0.09)	0.68
Carnes y Derivados	7.04	1.04	5.31	0.07	0.37
Leche, Derivados de la Leche y Huevos	5.73	(2.69)	5.42	(0.16)	0.31
Índice Agrícola	9.64	(2.83)	6.05	(0.27)	0.56
Frutas	1.07	(0.12)	11.90	(0.00)	0.14
Verduras, Legumbres y Tubérculos	4.60	(6.25)	4.42	(0.28)	0.20
Frijol	1.49	(14.29)	6.62	(0.18)	0.07
Otros	3.97	0.32	6.17	0.01	0.23
Arroz	2.91	(1.81)	8.77	(0.05)	0.22
Resto IPC	77.59	4.59	5.69	3.55	4.44
Resto IPC - Administrados	11.94	7.28	8.03	0.93	1.06
Resto IPC - De mercado	65.65	3.90	4.44	2.52	2.88
De mercado - Bienes	43.93	3.23	3.83	1.37	1.62
De mercado - Servicios	21.72	5.18	5.57	1.15	1.26

Fuente: Encuestas BCN

**Inflación acumulada y contribución al IPC Nacional
(porcentajes)**

IPC Transable y No Transable	Ponderación	Inflación Acumulada			Contribución marginal		
		2001	2002	2003*	2001	2002	2003*
Índice General	100.0	4.84	3.87	5.68	4.84	3.87	5.68
IPC Transables	43.9	1.43	4.62	5.48	0.63	1.97	2.35
IPC No Transables	56.1	7.52	3.32	5.83	4.21	1.90	3.33

Fuente: Encuestas BCN

Nota: * Inflación acumulada a noviembre de 2003