

Boletín Trimestral

VOLUMEN XIX No 2

abril - junio 2007



Gerencia de Estudios Económicos

Banco Central de Nicaragua

CONSEJO EDITORIAL

MARIO ALEMAN
Gerente de Estudios Económicos

XIOMARA BURGALIN
Sub-Gerente Programación Económica

HIPARCO LOAISIGA
Sub-Gerente Investigaciones Económicas

RIGOBERTO CASTILLO
Coordinador Ejecutivo - Gerencia de Estudios Económicos

El *Boletín Trimestral* es publicado cuatro veces al año por la Gerencia de Estudios Económicos del Banco Central de Nicaragua. Este boletín se encuentra disponible en versión *PDF* en la dirección <http://www.bcn.gob.ni>

Los puntos de vista expresados por autores individuales no necesariamente reflejan la posición del Banco Central de Nicaragua. Los artículos pueden ser reproducidos siempre y cuando se le de crédito a la fuente.

©

Gerencia de Estudios Económicos
Banco Central de Nicaragua
Fax: 265 1246
Sitio de Internet: <http://www.bcn.gob.ni>
Apartado Postal 2252, 2253
Managua, Nicaragua
Publicado y distribuido: Banco Central de Nicaragua
Diseño: Heriberto Peña G.
Impreso:

INDICE

V	RESUMEN EJECUTIVO
	SECCION I
1	CONTEXTO INTERNACIONAL
1	Estados Unidos
2	Zona euro
2	Japón
3	China
3	América Latina y El Caribe
	SECCION II
5	ACTIVIDAD ECONÓMICA
7	Empleo de los afiliados al INSS
9	Salarios
10	Inflación
11	- Inflación subyacente
11	Perspectivas de crecimiento económico e inflación
	SECCION III
13	ENTORNO MONETARIO
13	Manejo de política monetaria
14	Resultados de política monetaria
14	Agregados monetarios
15	Tasas de interés
16	Reservas internacionales
16	Mercado cambiario
17	Perspectivas
	SECCION IV
19	POLÍTICA FISCAL
19	Evolución de las finanzas públicas
19	- Ingresos
20	- Gastos
21	- Gasto en pobreza
21	Deuda pública
22	Reformas legales e institucionales

25	SECCION V POLÍTICA COMERCIAL
25	Balanza de pagos
26	- Comercio exterior
27	- Exportaciones
28	- Importaciones
29	Financiamiento y deuda pública externa
30	Perspectivas del balance externo
31	RECUADRO DEMANDA DE CIRCULANTE EN NICARAGUA
31	Introducción
31	Especificación del modelo
32	Estimación del modelo
34	Conclusiones
35	Anexo
37	Bibliografía

Resumen ejecutivo

La actividad económica, medida a través del IMAE, se aceleró en el segundo trimestre, impulsada por la dinámica del sector externo, mientras la desaceleración en los componentes de la demanda interna y la crisis energética limitaron el crecimiento. Efectivamente, las exportaciones continuaron creciendo, en respuesta a mejores precios internacionales de los principales productos de exportación y al incremento de la demanda externa de los principales socios comerciales. Las mayores exportaciones corresponden a productos manufacturados de baja tecnología, como alimentos y textiles, y aquellos de origen agropecuario, principalmente frijoles, maíz y ganado en pie. Por su parte, consistente con el menor gasto agregado y el menor precio promedio contratado del petróleo (a pesar de la tendencia al alza observada en el segundo trimestre), las importaciones presentaron el menor crecimiento de los últimos cuatro años, resultando así en un menor déficit en cuenta corriente.

A lo largo del semestre, el consumo, principal componente del gasto agregado, ha mostrado signos de desaceleración con respecto al comportamiento observado en 2006. Este menor dinamismo se refleja en la desaceleración de las importaciones y créditos dirigidos al consumo, no obstante, éste último mostró signos de recuperación en el segundo trimestre. Entre los factores que se estiman han afectado mayormente al consumo se encuentran la caída del salario real promedio, y el menor crecimiento en los flujos de remesas familiares, que limitan la evolución del ingreso disponible de los hogares. Efectivamente, el índice de salarios reales muestra una reducción en el semestre, a pesar de la recuperación presentada en el segundo trimestre, cuando se hicieron efectivos los aumentos en los sectores de salud y educación, así como el ajuste

al alza del salario mínimo. Este índice se redujo 1.8 por ciento en el semestre, con respecto a 2006; sin embargo, se presentaron incrementos en los sectores agropecuarios, comercio y servicios.

En cuanto a la inversión, ésta se desaceleró en términos semestrales, no obstante dicha tendencia empezó a revertirse en el segundo trimestre debido a la reactivación del programa de inversiones públicas, permaneciendo la desaceleración en el sector privado. Esta dinámica es consistente con el crecimiento del ahorro financiero de las empresas privadas y los traslados netos de recursos del gobierno al Banco Central.

Referente a la política monetaria, ésta siguió dirigida a mantener la estabilidad de la moneda y el normal desenvolvimiento del sistema de pagos. Así, el banco central continuó utilizando el tipo de cambio como ancla nominal de precios, y sostuvo la tasa de devaluación diaria pre-anunciada del cinco por ciento anual. Consistente con el régimen cambiario, la autoridad monetaria fortaleció su nivel de reservas internacionales, robusteciéndose así la libre convertibilidad de la moneda al tiempo en que la brecha cambiaria se redujo. El fortalecimiento de las reservas internacionales provino de un menor déficit en cuenta corriente que más que se compensó con el ingreso de capitales, lo que a su vez permitió reducir la brecha cambiaria y evitó presiones adicionales al banco central. De esta manera, el manejo de instrumentos más que dirigirse a defender las reservas internacionales se orientó a reactivar el mercado de letras de corto plazo, las cuales tienen como único objetivo el neutralizar expansiones no deseadas de liquidez.

Por su parte, el sistema financiero redujo sus niveles de liquidez en el trimestre, no obstante, éstos

continúan siendo elevados con relación a los niveles observados en el primer semestre del año anterior. Esta reducción de liquidez en parte ha sido facilitada por la recomposición de los depósitos hacia mayores plazos, lo que permite a la banca dirigir más recursos hacia inversiones menos líquidas.

En relación a la inflación, el comportamiento de ésta se originó en el ajuste en los rezagos en los costos de producción e incrementos adicionales en los precios externos, dentro de los que destacaron el precio del crudo y sus derivados. La inflación acumulada en la primera mitad del año incorpora aproximadamente dos puntos porcentuales, que corresponden a efectos directos de alzas no esperadas en los precios de combustibles y a efectos indirectos que se incorporan en los demás bienes de la economía. En esta dinámica, los factores de demanda, como la política de gasto público y la monetaria, no parecen haber incidido en los precios, ya que éstas han sido más bien contractivas.

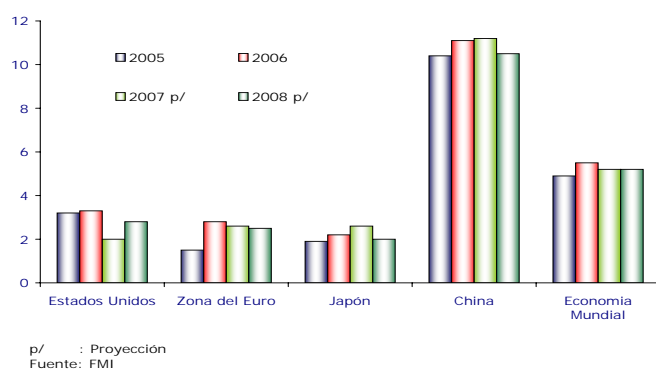
Finalmente, al revisar los principales supuestos de trabajo e incorporar el desempeño económico del primer semestre, se revisaron las proyecciones de crecimiento e inflación para finalizar el 2007. La reprojcción señala un escenario de menor crecimiento con respecto al proyectado inicialmente, aunque por encima de lo observado en 2006, y una inflación por encima de la prevista a inicios de año. Así, la proyección de crecimiento económico se ubica en el rango de 3.7 a 3.9 por ciento, mientras la inflación en el rango entre 9.0 y 9.5 por ciento. Este escenario considera que la economía mundial mantendrá su dinamismo y se continuará con niveles de liquidez adecuado en un marco macroeconómico estable. Sin embargo, existen riesgos que podrían conducir a resultados diferentes, como son un mayor precio del petróleo, agudización de la crisis energética, desaceleración de los principales socios comerciales, extensión del compás de espera mostrado por los inversionistas o bien, la presencia de condiciones climáticas adversas.

Sección I

Contexto internacional

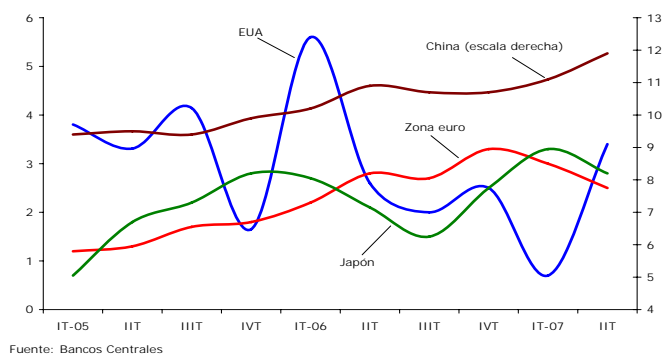
La economía mundial continuó dando señales de un fuerte crecimiento, a pesar de la desaceleración de la economía estadounidense en el primer trimestre. El FMI revisó al alza el crecimiento económico para 2007 y 2008, hasta 5.2 por ciento (4.9% estimado en abril). Las nuevas estimaciones están sustentadas en el continuo crecimiento de las principales economías como Japón y Europa, además del fuerte crecimiento de los países emergentes como China e India. Asimismo, influyó el repunte del crecimiento de la economía estadounidense en el segundo trimestre.

Previsiones de crecimiento de las principales economías
(variación porcentual interanual)



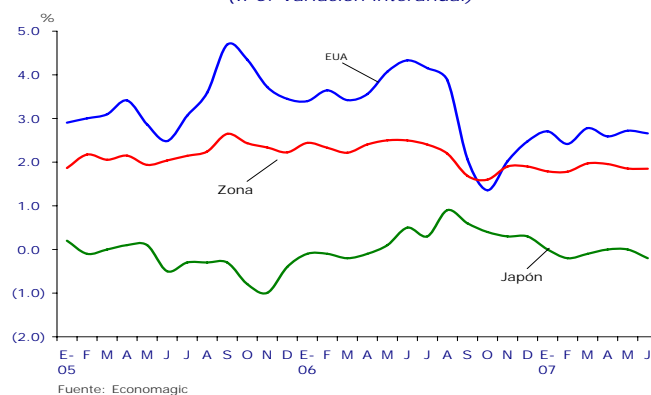
Sin embargo, los riesgos y amenazas al crecimiento se mantienen latentes, entre ellos se encuentran la tendencia al alza del precio del petróleo, el agravamiento de la situación geopolítica en Medio Oriente, la constante debilidad del dólar, un mayor proteccionismo del comercio mundial, entre otros.

Producto interno bruto trimestral
(variación porcentual interanual)



Respecto a la inflación, ésta se mantiene contenida en medio de la fuerte expansión económica global, aunque algunos países emergentes y en desarrollo, enfrentan fuertes presiones inflacionarias, especialmente por los precios de energía y alimentos. Asimismo, se atribuye el actual comportamiento del precio del crudo, que retomó nuevamente su tendencia alcista desde abril, aproximándose al nivel máximo en el trimestre de 70 dólares el barril, impulsado por las tensiones políticas en Nigeria, los problemas de suministros en Estados Unidos y perspectivas de una creciente demanda mundial (especialmente China y Estados Unidos) que provocará una mayor escasez del suministro en los próximos 5 años (según la Agencia Internacional de Energía).

Inflación interanual
(IPC: variación interanual)



Las alzas del crudo podrían agravar los riesgos inflacionarios, generando mayores posibilidades que los bancos centrales de las principales economías endurezcan aún más la política monetaria. Estas perspectivas de aumento en las tasas de interés y los temores del mercado de que la crisis hipotecaria de alto riesgo en Estados Unidos se expanda al resto del sistema, han generado gran volatilidad en los mercados bursátiles y un deterioro de los diferenciales de deuda.

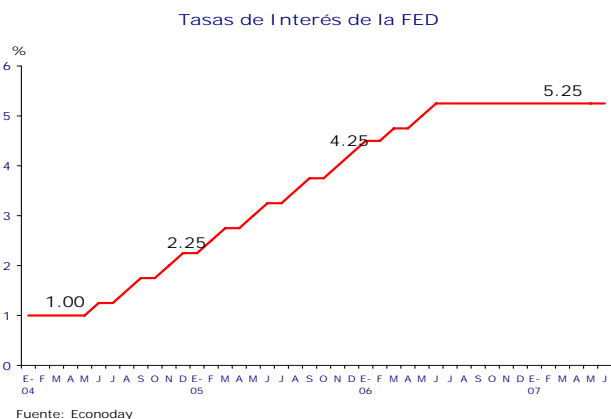
Estados Unidos

En el segundo trimestre, la economía repuntó con un crecimiento trimestral anualizado de 3.4 por ciento, luego de la desaceleración en el primer trimestre (0.7%). Esta recuperación se evidenció en los datos del mercado laboral, al registrarse en el periodo una tasa de desempleo

de 4.5 por ciento, siendo una de las tasas más bajas desde junio del 2001. Sin embargo, existe incertidumbre de que la recuperación se mantenga para el resto del año, debido al menor dinamismo del consumo privado y la debilidad en el sector inmobiliario.

Se espera que la economía finalice el año con un crecimiento moderado y se recupere en el 2008. El FMI, revisó a la baja las estimaciones previas (abril) de crecimiento hasta 2 por ciento para 2007 (2.2% anterior) y 2.8 por ciento para el 2008.

La inflación interanual se mantiene en 2.7 por ciento. Sin embargo, existen expectativas de mayores presiones inflacionarias proveniente de los precios del crudo, que agregado a una profundización de la crisis del sector inmobiliario generarían un repunte en la inflación.



Ante estos resultados, la decisión de la autoridad monetaria fue mantener estable su tasa de interés en 5.25 por ciento (nivel que permanecido fijo durante un año). Sin embargo, aún predominan expectativas de que la FED baje su tasa de interés antes de finalizar el año.

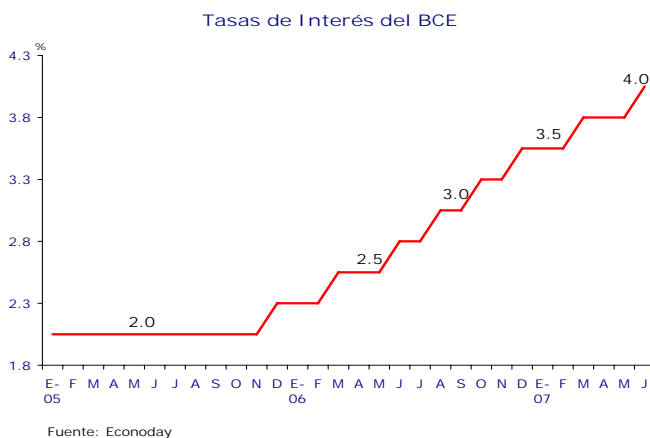
El comportamiento del dólar ha sido a la baja durante el periodo, depreciándose continuamente frente al euro, a pesar del buen resultado en el trimestre. En la baja del dólar está predominando principalmente la solidez de las economías del euro.

Zona euro

En el trimestre el crecimiento interanual fue 2.5 por ciento, desempeño que se ha mantenido por encima de la media histórica (1.6% en los últimos 6 años). Este resultado

sigue impulsado por la inversión y el consumo, apoyados adicionalmente por el dinamismo del sector exportador. Por otra parte, la economía alemana es la que está generando los mayores impulsos en la zona, elevando las perspectivas de crecimiento a 2.6 por ciento en 2007 (2.3% en abril) y a 2.5 por ciento para 2008 (2.3% en abril).

En el trimestre la inflación se mantuvo por debajo de la meta del BCE, 2 por ciento en abril y 1.9 por ciento en mayo y junio. Se estima que la inflación para el 2007 y 2008 se ubicará en 2 por ciento. Sin embargo, persisten riesgos inflacionarios provenientes de mayores aumentos de los precios del crudo y alimentos.



Respecto a la política monetaria, el BCE elevó su tasa de interés de 3.75 a 4 por ciento, ante las buenas perspectivas de crecimiento y el repunte de los precios de materias primas, que incrementaron las presiones inflacionarias. Este incremento fue el segundo del 2007 y el octavo aumento desde diciembre de 2005. Las expectativas es que el BCE incremente su tasa de interés en 25pb en septiembre y diciembre finalizando el año en 4.5 por ciento. Esto ante el reciente comportamiento de los precios del crudo, los cuales pueden aumentar antes de finalizar el año.

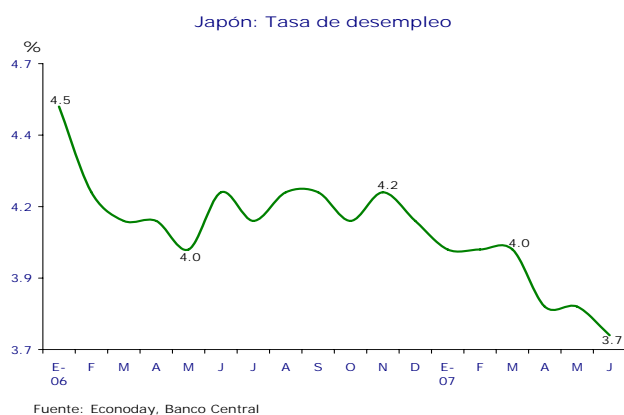
Japón

La economía japonesa sigue mostrando un buen desempeño económico, a pesar de una desaceleración en el segundo trimestre, al registrar un crecimiento de 2.8 por ciento interanual, menor al 3.3 por ciento en el trimestre anterior. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento se mantienen, el FMI mejoró las previsiones

de crecimiento para el año a 2.6 por ciento (2.3% abril). Mientras, en 2008 mantuvo las previsiones de un crecimiento moderado alrededor de 2 por ciento (1.9% abril).

El buen desempeño de la economía ha sido consecuencia del dinamismo de las exportaciones y el comportamiento del consumo privado. No obstante, existen expectativas de que la economía se desacelere en el segundo semestre, ante un menor desempeño de la industria.

La tasa de desempleo en abril y mayo se mantuvo en 3.8 por ciento, y en junio disminuyó hasta 3.7 por ciento, siendo la menor tasa en los últimos 9 años. Esto indica buenas perspectivas para la economía.



El período de deflación para la economía aún no ha quedado atrás. La inflación general de mayo fue cero, mientras que la subyacente fue 0.2 por ciento. En el mes de junio la inflación fue negativa (-0.2%) y la inflación subyacente fue de -0.4 por ciento interanual. Se espera que las presiones inflacionarias incrementen ante la tendencia alcista de los precios del crudo.

En vista de lo anterior, el Banco de Japón ha mantenido estable su tasa de interés en 0.5 por ciento, desde febrero de 2007. Sin embargo, existen expectativas de un ajuste gradual en la política monetaria ante un cambio fuerte en la evolución de los precios.

China

La economía sigue creciendo fuertemente basada en la inversión y el superávit del sector externo, entre otros. Actualmente, China se ha convertido por primera vez en el principal contribuyente al crecimiento mundial, pero a la

vez ha generado preocupaciones sobre la incidencia de un sobrecalentamiento económico, al mantener un ritmo de crecimiento por encima del 10 por ciento en los últimos 4 años.

En el segundo trimestre, la economía alcanzó un crecimiento de 11.9 por ciento interanual, el mayor crecimiento en 12 años, elevando el crecimiento del primer semestre a 11,5 por ciento, producto de la expansión de la industria y el comercio de bienes y servicios. Sin embargo, esto podría generar medidas correctivas, a fin de desacelerar la economía y evitar mayores presiones inflacionarias en el segundo semestre. Producto de lo anterior, el FMI revisó al alza el crecimiento económico para 2007 a 11.2 por ciento (10% en abril) y 10.5 por ciento para 2008 (9.5% en abril).

En el primer semestre, el superávit ascendió a 112.5 miles de millones de dólares. Según estimación oficial, el superávit comercial aumentará 55 por ciento interanual para 2007 (US\$ 177.5 miles de millones en 2006).

La inflación se mantuvo en un nivel moderado, pero se espera una aceleración ante la senda alcista del crudo. En junio, la inflación fue 4.4 por ciento interanual, la mayor tasa desde septiembre de 2004, como resultado del repunte de los precios de alimentos y del crudo.

Ante lo anterior, las autoridades chinas han tomado medidas para aminorar las presiones inflacionarias, incrementando la tasa de interés. Asimismo, han permitido la reevaluación del yuan mediante la ampliación de la banda de fluctuación del tipo de cambio.

América Latina y El Caribe

La evolución positiva de la economía mundial y la solidez económica de las principales economías de la región, han generado buenas perspectivas de crecimiento económico. Asimismo, la región se ha beneficiado por una mayor demanda externa y una mejora de los precios de exportación.

Según las estimaciones de la CEPAL, la economía de la región mantendrá su tendencia de crecimiento en los próximos años, esperándose para 2007 un 5 por ciento y 4.6 por ciento en 2008. De concretarse estas proyecciones, la región habrá completado un periodo de 6 años de crecimiento continuo, registrándose un incremento promedio en el PIB per cápita superior al 3 por ciento.

Se espera que en 2007, América del Sur crezca 5.7 por ciento, América Central y México 3.6, y el Caribe 5.5. Entre los países en que se preve mayor crecimiento se encuentran: Panamá (8.5%), República Dominicana (7.5%), Argentina (7.5%). Contrariamente, dentro de los países con menor crecimiento estimado figuran Haití y Ecuador (3.5%), México (3.2%), Jamaica (3%) y Belice (2.5%).

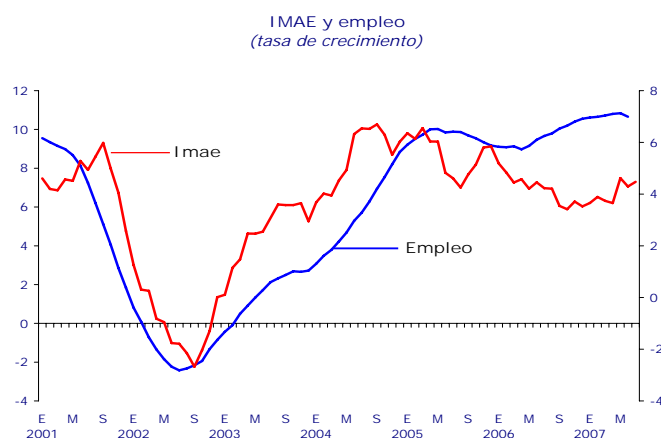
El crecimiento económico en la región ha estado soportado principalmente por el dinamismo de la demanda interna, en especial la senda del consumo, en el cual ha tenido fuerte incidencia el comportamiento de las remesas familiares. Otro factor importante ha sido la mejora en el endeudamiento externo, lo cual ha propiciado la entrada de mayores flujos de capitales extranjeros a la región.

No obstante, los riesgos persisten en la región. Muchas economías podrían ver afectadas sus tasas previstas de crecimiento y enfrentar mayores niveles de inflación a final del año, producto de la reciente escalada alcista del petróleo, deteriorando las perspectivas del próximo período.

Sección II

Actividad económica

La actividad económica, medida a través del IMAE, se aceleró en el segundo trimestre, impulsado principalmente por la industria, comercio y sector agropecuario. Asimismo, el sector financiero, transporte y comunicaciones mostraron una mayor tasa de crecimiento, y la pesca presentó signos de recuperación en los dos últimos meses. En sentido contrario, la construcción continuó reduciendo su ritmo de actividad, mientras el sector minero se desaceleró. Así, el crecimiento del índice de actividad económica finalizó en 4.5 por ciento (3.7% en marzo 2007).



El dinamismo de la actividad industrial ha sido sustentado por la vigorosidad de la economía mundial que ha impulsado el precio de productos primarios al alza, incentivando así las decisiones de producción. En esta actividad sobresalieron la producción de azúcar, carne, lácteos y bebidas, mientras la minería no metálica y refinamiento del petróleo se desaceleraron. En la minería no metálica, la caída de la actividad fue debida al pobre comportamiento de la construcción, que a su vez demanda menor cantidad de cemento, mientras el refinamiento del petróleo se redujo dado los problemas que enfrenta el sector energético. Cabe sin embargo señalar, que si bien el refinamiento del petróleo se redujo, el consumo de derivados de éste no se afectó en la misma proporción ya que la menor producción se compensó en gran medida con mayores importaciones.

Índice mensual de actividad económica
(Tasa de variación promedio 12 meses)

Sector	Ponderación	2006						2007						
		Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun
IMAIE	100.0	4.2	4.2	3.5	3.4	3.7	3.5	3.7	3.9	3.7	3.7	4.6	4.3	4.5
1. Agrícola	11.7	10.8	9.1	6.7	2.7	0.0	1.4	4.9	3.2	1.4	0.5	0.9	0.8	1.3
2. Pecuario	9.0	1.7	1.1	0.7	0.6	1.1	0.8	1.3	1.6	2.6	3.7	4.0	4.0	5.4
3. Pesca	1.8	4.5	1.9	(0.3)	(4.6)	(3.8)	(0.6)	(3.2)	(1.3)	(2.5)	(4.3)	(1.3)	1.9	4.9
4. Industria	24.3	0.4	1.2	1.5	2.6	3.7	2.7	3.0	3.5	3.7	4.2	6.6	6.8	7.4
5. Construcción	6.9	8.2	9.1	7.5	6.2	5.3	3.9	2.3	0.7	(1.3)	(3.8)	(4.1)	(7.7)	(9.2)
6. Minero	0.8	(5.1)	(5.1)	(2.9)	(3.9)	(1.3)	2.1	1.3	2.3	6.3	8.8	8.3	6.6	3.3
7. Comercio	19.4	4.2	3.6	1.9	2.1	2.7	2.5	2.1	3.4	3.7	3.6	4.6	4.4	4.4
8. Gobierno general	12.5	7.0	7.1	7.0	6.7	6.5	6.3	6.1	5.5	4.8	4.3	3.7	3.4	3.0
9. Transporte y comunicaciones	8.5	2.7	3.1	2.8	3.5	5.2	5.7	5.6	6.7	7.1	7.1	7.6	7.3	7.4
10. Financiero	1.9	7.0	8.1	9.2	12.0	12.8	12.2	11.9	12.1	12.5	13.2	15.1	15.3	15.8
11. Energía y agua	3.0	3.4	3.5	3.4	3.5	3.7	3.4	2.5	2.5	2.9	3.4	3.9	3.7	3.2

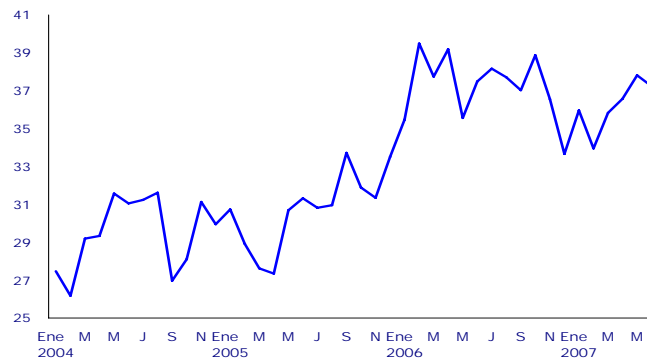
Nota: Las cifras del IMAIE son revisadas mensualmente, debido a la incorporación de información actualizada en los diferentes sectores

Por su parte, el sector agropecuario continuó con su senda de crecimiento, la cual descansó en la dinámica del sector pecuario, mientras el agrícola mostró signos de recuperación con relación al mes de marzo. El buen suceso en el sector pecuario se presentó tanto en la matanza y exportación en pie de ganado, como en una mayor producción avícola. El ganado en su mayoría se destinó a México y Centroamérica, economías que han incrementado su demanda por nuestros productos tanto por los beneficios del DR-CAFTA, así como por el crecimiento económico que atraviesan estas economías. Por su parte, la dinámica agrícola está asociada a la buena producción en la última zafra de azúcar y a las mayores áreas sembradas, con relación al ciclo anterior, de granos básicos y oleaginosas. Destacan con su crecimiento las áreas de maíz (33%) y sorgo (40%) correspondientes a la época de primera.

El comercio por su parte continuó siendo impulsado por la comercialización de bienes importados e industriales. Dentro de los bienes importados, los bienes de consumo conforman la mayor parte, a pesar de la desaceleración que han mostrado, y los bienes intermedios son los que presentan un mayor dinamismo, especialmente aquellos destinados a la industria.

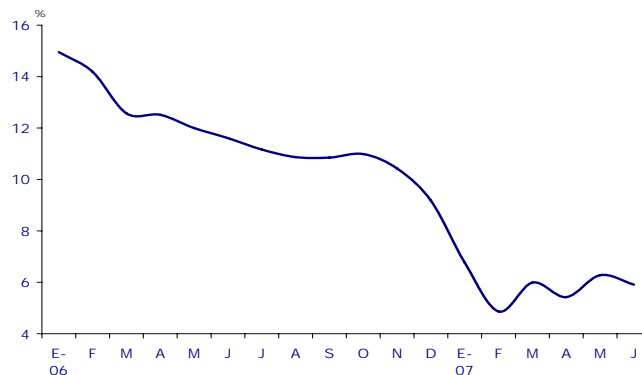
En cuanto a los componentes de la demanda, el sector exportador presenta un alto dinamismo producto de los incentivos que otorgan los tratados de libre comercio y el crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales, lo que ha provocado una mejora en el precio de nuestros productos exportables. Por su parte, las importaciones presentan el menor crecimiento de los últimos cuatro años, asociado a la desaceleración de las importaciones para consumo, sub ejecución del programa de inversión pública, y el menor precio promedio contratado del petróleo (en el último trimestre éste presentó una tendencia constante al alza, por lo que se espera la factura petrolera se incremente en el próximo trimestre).

Crédito de consumo al 30 de junio de 2007
(crecimiento interanual, porcentaje)



En cuanto al consumo, algunos indicadores asociados a éste presentan signos de desaceleración e incluso caídas a lo largo del semestre, con una leve recuperación a finales del mismo. Así, la tendencia del salario real comenzó su senda decreciente a partir de marzo del 2006, para recuperarse a finales del segundo trimestre de 2007, cuando entró en vigencia el incremento del salario mínimo y la mejora en el salario de maestros y trabajadores de la salud, principalmente. El crédito del consumo también ha mostrado una tendencia decreciente a lo largo del año, al igual que el crecimiento de las remesas internacionales y del gasto corriente del gobierno central.

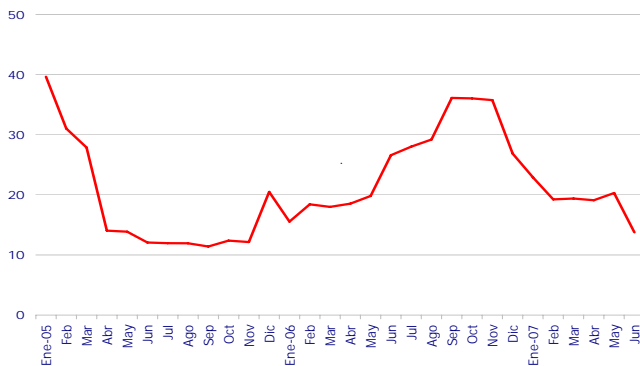
Remesas familiares
(Variación interanual acumulada 12 meses)



Fuente: BCN

Los indicadores de inversión también muestran efectos negativos sobre ésta, con la consecuente desaceleración de dicha actividad. Así, se estima que la inversión privada crece a menor ritmo mientras la inversión pública es la que más afecta a la desaceleración debido a la sub ejecución presupuestaria.

Índice de precios de materiales de construcción
(variación % interanual)



Otros indicadores más orientados a la construcción residencial indican una desaceleración en la misma. Por ejemplo, la construcción se ha visto negativamente afectada por el alza en el precio de los materiales utilizados en la misma; efectivamente, la fuerte alza en el año anterior se estima afectó las decisiones de inversión para este año. Consistente con la menor actividad de la construcción, la producción de materiales de construcción también ha caído, principalmente lo referente a cemento, arena, piedra cantera y bloques. En la misma dirección, el crédito hipotecario también ha reducido su tasa de crecimiento.

Empleo de los afiliados al INSS

Consistente con el crecimiento económico y el fortalecimiento del programa de afiliación, el número de afiliados al INSS se incrementó 10.2 por ciento en el semestre (9.9% en el mismo periodo del año anterior). En términos absolutos, se contabilizaron en promedio 41,596 nuevos afiliados. Las actividades que mostraron mayor contribución fueron: agropecuario (28.2%), establecimientos financieros (17.3%), construcción (17.1%) y transporte y comunicaciones (15.3%).

La industria manufacturera, servicios comunales, sociales y personales fueron el motor principal del crecimiento de los afiliados a la seguridad social, con un aporte conjunto de 25,194 nuevos afiliados. De los afiliados a la industria

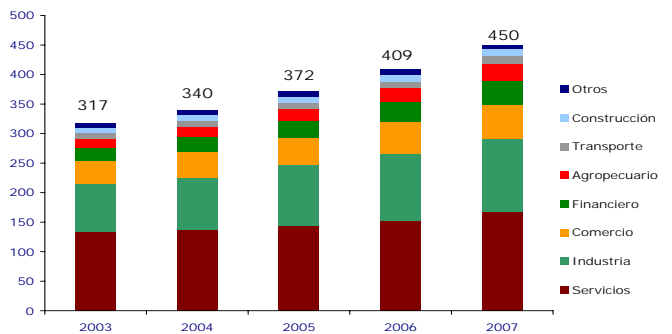
manufacturera, el 66.6 por ciento pertenece al régimen de zona franca, el que aportó 7,350 nuevos empleos directos (7,259 en el mismo período de 2006).

Ocupados afiliados al INSS, según actividad económica
(promedio semestral)

	2006	2007	Variación % 07/06
Total	408,797.5	450,393.5	10.2
Agropecuario	23,073.8	29,571.3	28.2
Minas	2,207.8	2,277.5	3.2
Industria	112,576.5	123,710.5	9.9
Electricidad, gas y agua	7,325.2	4,236.8	(42.2)
Construcción	10,795.7	12,638.0	17.1
Comercio, hoteles y restaurantes	54,889.8	58,388.7	6.4
Transporte y comunicaciones	11,201.8	12,917.7	15.3
Establecimientos financieros	34,000.8	39,866.8	17.3
Servicios comunales, sociales y personales	152,726.0	166,786.2	9.2

Fuente: INSS

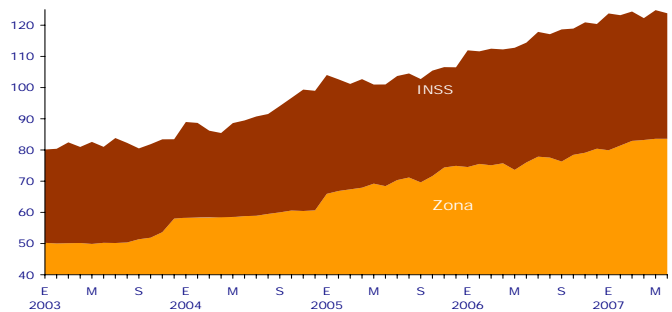
Ocupados afiliados al INSS
(miles de personas)



Fuente: INSS

En la actualidad operan en el país 97 empresas maquiladoras (84 empresas en el primer semestre de 2006), en las cuales laboran más de 80,000 personas. Se espera que esta actividad industrial continúe mostrando dinamismo. Actualmente se encuentran en proceso de construcción 5 naves industriales, 3 ubicadas en el departamento de Managua, 1 en Chinandega y 1 en Estelí.

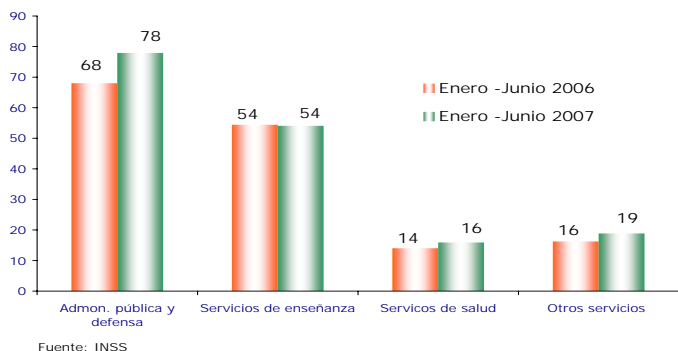
Ocupados afiliados al INSS actividad manufacturera
y empleos directos
(miles de personas)



Fuente: INSS; CNZF

Servicios comunales, sociales y personales reflejó un crecimiento promedio de 14,060 afiliados, lo que representó un incremento de 9.2 por ciento (5.6% en el primer semestre de 2006). Este dinamismo le permitió posicionarse como la primera actividad en importancia respecto al total de afiliados. Este crecimiento provino principalmente de los servicios en la administración pública, debido a la incorporación de los maestros que pertenecían a colegios autónomos a la administración pública. Adicionalmente, se realizaron nuevas contrataciones de docentes para cubrir el déficit educacional y se observó un fuerte impulso de los afiliados del sector salud.

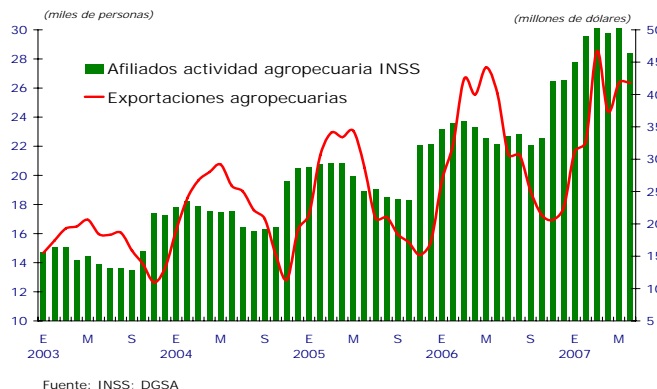
Ocupados afiliados al INSS de la actividad de servicios sociales, comunales y personales (miles de personas)



En la actividad financiera, el número de asegurados mostró una leve desaceleración de 2.4 puntos porcentuales en el segundo semestre de 2007.

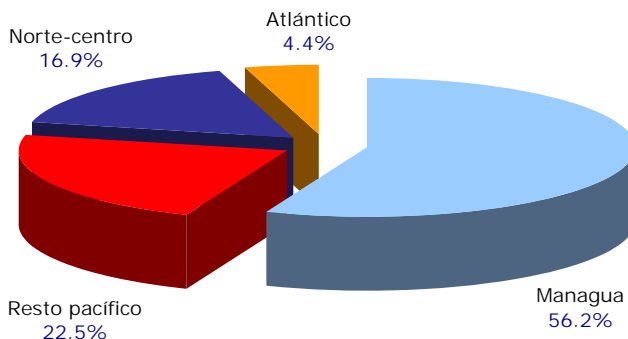
El número de afiliados de la actividad agropecuaria creció 28.2 por ciento (13.7% en el mismo periodo del año anterior). Este significativo incremento se corresponde, con el IMAE agrícola y pecuario que ha venido mostrando buen dinamismo, debido a la mayor área cosechada de caña de azúcar y el incremento en la matanza de ganado vacuno y aves.

Ocupados agropecuarios afiliados al INSS y exportaciones agropecuarias



Transporte y comunicaciones mostró un crecimiento de 15.3 por ciento (4.4% en el primer semestre de 2006). Este comportamiento está en correspondencia con el dinamismo de esta actividad, principalmente en las comunicaciones por la diversificación y ampliación de la oferta de productos y servicios.

Afiliados al INSS y según región (promedio semestral) (participación porcentual)



En cuanto al comportamiento de los afiliados a nivel regional, Managua concentró el 56.2 por ciento de los afiliados al INSS en el segundo semestre, seguido por Chinandega. Los departamentos que registraron mayor dinamismo en la afiliación fueron: Rivas (25.7%), Río San Juan (21.4%), Granada (20.8%) y RAAS (20.9%).

Afiliados al INSS por departamento (personas)

	Enero - Junio		Variación % 07/06
	2006	2007	
Total	408,797.5	450,393.3	10.2
Estelí	13,757.5	15,640.2	13.7
Madriz	3,095.3	3,330.5	7.6
Nueva Segovia	7,138.5	7,907.3	10.8
León	22,122.3	24,417.7	10.4
Chinandega	29,571.5	33,084.2	11.9
Managua	232,010.8	253,053.3	9.1
Masaya	17,539.2	19,803.0	12.9
Granada	9,717.7	11,736.0	20.8
Carazo	10,903.3	12,249.7	12.3
Rivas	7,992.2	10,042.8	25.7
Boaco	3,689.5	3,930.3	6.5
Chontales	7,571.8	8,200.3	8.3
Matagalpa	19,934.2	19,517.0	(2.1)
Jinotega	6,560.3	7,549.3	15.1
RAAN	6,326.3	6,777.0	7.1
RAAS	8,020.2	9,700.0	20.9
Rio San Juan	2,846.8	3,454.7	21.4

Fuente: INSS

Salarios

El salario promedio nacional en el segundo semestre mostró un crecimiento interanual de 6.9 por ciento. Este aumento fue inferior al crecimiento de los precios en el mismo período, lo que indujo la disminución del salario real promedio en 1.9 por ciento.

Indicadores básicos de salarios (córdobas)

Conceptos	Enero - Junio		Variación % 07/06
	2006	2007	
Salario promedio nominal (córdobas)			
Nacional	4,738	5,064	6.9
Gobierno central	4,891	5,274	7.8
Asegurados INSS	4,127	4,435	7.4
Salario promedio real (córdobas de 1994)			
Nacional	1,675	1,643	(1.9)
Gobierno central	1,722	1,704	(1.0)
Asegurados INSS	1,453	1,432	(1.5)

Fuente: MITRAB, INSS y MHCP

En cuanto al salario nominal percibido por los afiliados al INSS, éste creció 7.4 por ciento, desacelerándose respecto al 13.1 por ciento registrado en igual período de 2006. En tanto, el comportamiento del salario real para los adscritos al sistema de seguridad social registró una caída de 1.5 por ciento. Por su parte, los trabajadores del gobierno central percibieron un incremento del salario

promedio nominal de 7.8 por ciento (20.6% en el primer semestre de 2006). Dicha desaceleración se produjo principalmente por reorganización salarial en los servicios educativos. Más de 30 mil docentes pasaron a formar parte de la nómina fiscal del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, por la eliminación de los colegios autónomos y nuevas contrataciones. Como resultado, se observó una caída de 1.0 por ciento en el salario promedio real del gobierno central.

El salario promedio nominal de los afiliados al INSS, mostró variaciones positivas en todas las actividades económicas con excepción de minas y construcción que experimentaron caídas. El crecimiento generalizado del salario promedio nominal no fue suficiente para superar el ritmo inflacionario, provocando pérdidas netas en el poder adquisitivo de los afiliados. Solamente electricidad, gas y agua, industria y servicios comunales, sociales y personales mostraron tasas positivas en los salarios reales.

Salario promedio afiliados del INSS según actividad económica (córdobas)

	Enero - Junio		Variación % 07/06
	2006	2007	
Salario promedio nominal (córdobas)	4,127.3	4,434.7	7.4
Agropecuario	2,770.0	2,950.6	6.5
Minas	7,093.7	6,666.0	(6.0)
Industria	2,786.4	3,110.7	11.6
Electricidad, gas y agua	7,666.9	9,465.3	23.5
Construcción	4,646.1	4,253.9	(8.4)
Comercio, hoteles y restaurantes	4,768.8	5,132.3	7.6
Transporte y comunicaciones	5,848.8	6,290.4	7.6
Establecimientos financieros	5,438.8	5,990.7	10.1
Servicios comunales, sociales y personales	4,424.0	4,774.4	7.9
Salario promedio real (córdobas de 1994)	1,453.3	1,431.9	(1.5)
Agropecuario	975.7	952.9	(2.3)
Minas	2,497.2	2,156.0	(13.7)
Industria	981.0	1,004.6	2.4
Electricidad, gas y agua	2,700.3	3,056.8	13.2
Construcción	1,639.5	1,373.4	(16.2)
Comercio, hoteles y restaurantes	1,678.3	1,657.2	(1.3)
Transporte y comunicaciones	2,059.1	2,031.4	(1.3)
Establecimientos financieros	1,915.1	1,934.4	1.0
Servicios comunales, sociales y personales	1,558.1	1,541.3	(1.1)

Fuente: INSS

En cuanto al salario mínimo efectivamente pagado, éste continúa por encima del salario mínimo oficial, aunque las actividades agropecuarias, establecimientos financieros y gobierno mostraron reducción en la brecha. Dentro de

las actividades que experimentaron mayores ajustes se destacan electricidad, gas y agua, servicios comunales, sociales y personales, y el agropecuario.

Salario mínimo efectivamente pagado

(córdobas)

	Enero - Junio		Variación % 07/06
	2006	2007	
Agropecuario	1,015	1,110	9.3
Minas	2,258	2,385	5.6
Industria	1,308	1,414	8.1
Electricidad, gas y agua	2,190	2,729	24.6
Construcción	1,967	2,114	7.5
Comercio, hoteles y restaurantes	1,910	1,985	3.9
Transporte y comunicaciones	1,858	1,923	3.5
Establecimientos financieros	1,942	2,065	6.3
Servicios comunales, sociales y personales	1,308	1,470	12.4
Gobierno central	1,058	1,125	6.4

Fuente: MITRAB

El 16 de mayo, la Comisión Nacional del Salario Mínimo acordó reajustar el salario mínimo oficial en 18 por ciento, vigente a partir del primero de junio del año en curso. Este incremento fue general para todas las actividades económicas y ha sido el más alto en los últimos cinco años.

Cobertura de la canasta básica con el salario mínimo oficial

(porcentajes)

	2006	2007	Puntos porcentuales
	Marzo	Junio	
Promedio	52.8	55.4	2.7
Agropecuario	30.7	32.2	1.6
Pesca	48.4	50.9	2.5
Minería	57.2	60.1	2.9
Industria	42.8	45.0	2.2
Industria zonas franca	52.2	54.8	2.7
Electricidad, gas y agua	58.4	61.4	3.0
Construcción	71.2	74.9	3.6
Comercio	58.4	61.4	3.0
Transporte y comunicaciones	58.4	61.4	3.0
Establecimientos financieros	71.2	74.9	3.6
Servicios	44.6	46.9	2.3
Gobierno central y municipal	39.7	41.7	2.0

Fuente: MITRAB

En lo que se refiere a la canasta básica, el costo de ésta fue 3,181.70 córdobas a finales de junio, y el salario promedio mínimo oficial cubrió 55.4 por ciento. Los mayores incrementos en la cobertura de la canasta básica se presentaron en la construcción, establecimientos financieros, comercio y electricidad, gas y agua.

Inflación

Luego que en el primer trimestre la inflación presentó un ritmo de crecimiento menor al de igual período del año pasado, ésta se aceleró en el segundo trimestre en

relación a igual período de 2006, finalizando en 6.12 por ciento (6.10% en 2006). Esta celeridad fue producto de perturbaciones en la oferta de petróleo y de bienes alimenticios, así como ajustes de costos de producción, mientras el deslizamiento y la inflación externa, excluyendo petróleo, se mantuvieron en línea. Efectivamente, el precio del petróleo y combustibles comenzó una tendencia alcista a partir del mes de enero (el precio del barril de petróleo contratado pasó de US\$52.56 en enero a US\$65.99 en junio), mientras el precio de algunos bienes alimenticios (comidas consumidas fuera del hogar, maíz y sus productos, lácteos y huevos, y aceites comestibles) fueron inducidos al alza por aumentos de precio de productos de origen agropecuario, factores de costo, y el incremento en la demanda externa.

Inflación trimestral y contribución marginal al IPC nacional, según capítulos (porcentajes y puntos porcentuales)

Capítulos	Ponderación (%)	Inflación			Contribución marginal		
		I trim.	II trim.	Semestre	I trim.	II trim.	Semestre
Índice General	100.0	3.22	2.81	6.12	3.22	2.81	6.12
Alimentos y bebidas	41.8	3.81	3.24	7.17	1.65	1.41	3.10
Vestimenta y calzado	6.8	1.63	1.21	2.86	0.08	0.06	0.15
Vivienda	9.8	1.07	3.20	4.30	0.11	0.33	0.46
Muebles, accesorios y enseres domésticos	7.6	2.80	2.32	5.19	0.19	0.16	0.35
Servicios Médicos y Conservación de la Salud	5.1	1.45	1.57	3.05	0.07	0.08	0.15
Transporte y comunicaciones	8.5	2.88	5.97	9.02	0.29	0.61	0.92
Esparcimiento	3.5	3.60	(1.15)	2.41	0.11	(0.04)	0.07
Enseñanza	9.8	6.02	0.51	6.56	0.61	0.05	0.66
Otros gastos	7.2	1.73	2.49	4.26	0.11	0.15	0.26

Fuente: Encuestas BCN

A nivel de productos, el 67.3 por ciento de la inflación semestral es generada por 31.5 por ciento del total de productos. Entre estos destacan combustibles (0.96 puntos), matrícula y aranceles en los diferentes niveles de educación formal (0.59 puntos), naranjas (0.43 puntos), comidas corrientes (0.35 puntos) y tortillas (0.32).

Inflación acumulada y contribución marginal al IPC nacional, bienes seleccionados (porcentajes y puntos porcentuales)

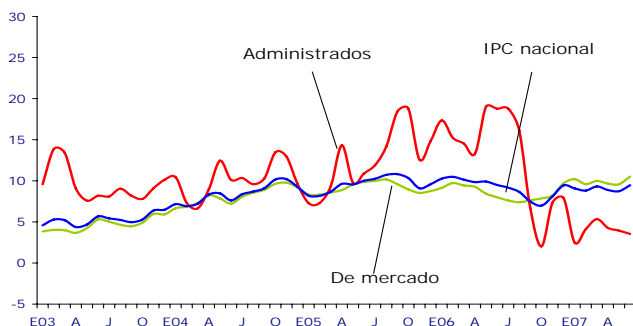
Capítulos	Ponderación (%)	Inflación acumulada		Contribución marginal	
		I semestre 2006	2007	I semestre 2006	2007
Índice general	100.00	6.10	6.12	6.10	6.12
Bienes seleccionados	31.60	9.36	11.92	3.20	4.12
Combustibles	3.69	18.25	16.46	1.07	0.96
Matrículas y aranceles de educación	8.14	8.54	6.85	0.73	0.59
Naranjas	0.34	84.39	103.52	0.28	0.43
Comidas corrientes	5.53	8.23	5.84	0.48	0.35
Tortilla	0.94	5.00	27.63	0.06	0.32
Aceite vegetal	1.27	11.20	18.71	0.13	0.23
Limon agrío	0.14	10.64	128.35	0.02	0.22
Plátanos y guineos	0.74	19.60	29.96	0.13	0.19
Arroz blanco	2.91	7.18	4.66	0.20	0.14
Huevos de gallina	1.02	(0.03)	13.14	(0.00)	0.13
Alquiler de la vivienda	3.13	3.31	4.39	0.10	0.13
Leche pasteurizada	0.89	8.10	10.90	0.08	0.11
Pan bollo corriente	0.32	5.23	24.71	0.02	0.10
Jabón de lavar ropa	1.07	4.95	9.84	0.05	0.10
Frijol rojo en granos	1.49	(11.66)	9.65	(0.15)	0.10
Resto IPC	68.40	4.48	3.32	2.90	2.00

Fuente: Gerencia de Estudios Económicos - BCN

En términos interanuales, luego de un menor crecimiento en los meses de abril y mayo, la inflación se aceleró en junio, finalizando en 9.46 por ciento (9.5% en junio 2006).

El desglose de la inflación en bienes administrados y de mercado indica que el repunte interanual de la inflación fue más notorio en los bienes de mercado (10.5%) que en los bienes administrados (7.7%). El dinamismo de los precios de los bienes de mercado fue originado principalmente por el incremento de precios de los bienes alimenticios que generaron el 50.6 por ciento de la inflación semestral. Por su parte, la inflación interanual de los bienes administrados se mantuvo por debajo de la inflación general a lo largo del primer semestre. Los productos que presentaron los mayores incrementos, dentro de este grupo, fueron los combustibles (gasolina regular, 20.9%; gas propano, 11.8%; y diesel, 10.8%)

IPC nacional, bienes de mercado y bienes administrados
(variación porcentual interanual)



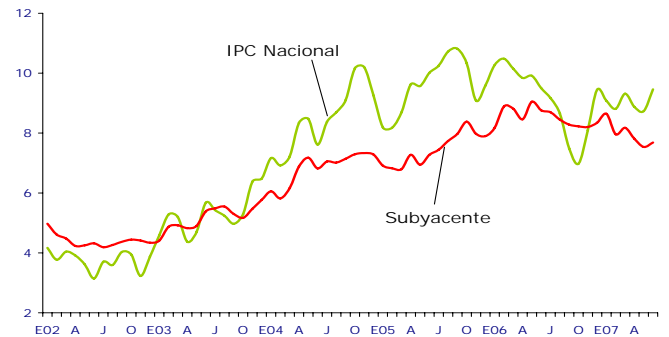
Inflación subyacente

El impacto de los choques de oferta y la desaceleración de la demanda interna se reflejan en el decrecimiento de la inflación subyacente. Al finalizar el primer semestre, la inflación subyacente acumulada fue 4.87 por ciento (5.51% en junio de 2006). La tendencia alcista de los bienes perecederos y los derivados del petróleo, excluidos del cálculo del indicador subyacente, ha provocado la ampliación de la brecha entre los indicadores general y subyacente, y situó a este último por debajo del indicador general a lo largo del semestre. Así, la inflación subyacente anualizada fue 7.68 por ciento en junio, inferior en 1.78 puntos porcentuales a la registrada por el indicador general.

La pauta de la inflación subyacente fue marcada por los bienes y servicios pertenecientes a los capítulos alimentos y bebidas y enseñanza, cuyo aporte conjunto fue de 2.97 puntos porcentuales a la inflación subyacente semestral. Los artículos que destacaron por su contribución a

la inflación subyacente del semestre fueron: pago de matrícula y aranceles para educación formal (0.9 puntos) comidas corrientes (0.5 puntos), aceite vegetal (0.35 puntos), alquiler de la vivienda (0.19 puntos), leche pasteurizada (0.17 puntos) y jabón de lavar ropa (0.16 puntos).

IPC nacional y subyacente
(variación porcentual interanual)



Perspectivas de crecimiento económico e inflación

Las previsiones de crecimiento económico externo y la lenta recuperación del gasto agregado sugieren que el dinamismo del sector exportador continuará siendo el motor del crecimiento económico de Nicaragua. Por su parte, se avizora una menor severidad de los cortes de energía, reduciendo así el impacto que estos tienen sobre la producción y la inflación. De esta manera, una vez revisados los principales supuestos de trabajo e incorporado el desempeño económico del primer semestre, la proyección de crecimiento al finalizar el 2007 se ubica en el rango de 3.7 a 3.9 por ciento, mientras la inflación se estima cerrará entre 9.0 y 9.5 por ciento.

En términos sectoriales, los sectores pecuario e industrial sustentarán el crecimiento, mientras la construcción, energía y agua crecerán menos que lo previsto. Asimismo, la agricultura, si bien caerá lo hará a menor tasa que la prevista inicialmente. Por el lado de la demanda se espera que el consumo, inversión e importaciones crezcan a menores ritmos que los proyectados inicialmente, pero a tasas superiores a las observadas en el primer semestre. Esto último debido a la recuperación de la inversión pública y las expectativas favorables en el componente privado de la inversión, denotadas en el número creciente de permisos de construcción y el inicio de construcción de nuevas residenciales.

Sin embargo, existen riesgos que podrían conducir a resultados diferentes, como son un precio promedio anual del petróleo por encima de 65 dólares el barril, racionamientos diarios promedio anual mayores a 2.4 horas, sub ejecución pública superior a 20 por ciento, crecimiento económico mundial por debajo de 5.2 por ciento, o un crecimiento de áreas sembradas inferior a 14.0 por ciento. Asimismo, perturbaciones climáticas adversas en las áreas productivas afectarían negativamente la producción agropecuaria vía destrucción de área sembrada o bien a través de caídas en el rendimiento de los cultivos.

Sección III

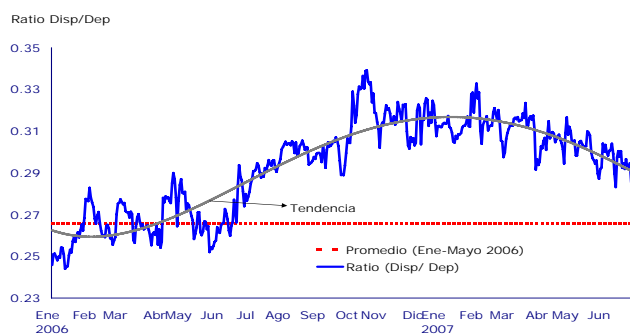
Entorno monetario

El desempeño de la economía nicaragüense se llevó a cabo en un entorno internacional positivo. La dinámica de la economía mundial incrementó la demanda de los principales productos de exportación, mejorando sus precios internacionales e incentivando un mayor crecimiento de las mismas.

Las mayores exportaciones, junto con una desaceleración en las importaciones, permitieron reducir la demanda neta de divisas, lo que a su vez provocó una contracción de la brecha cambiaria y una mayor acumulación de reservas internacionales.

En relación al costo del dinero en los mercados financieros internacionales, las tasas de interés se mantuvieron estables, no afectando de manera significativa la dinámica de las tasas de interés domésticas.

Cobertura de liquidez del sistema financiero nacional



Fuente: Gerencia Financiera

Por su parte, el precio del petróleo registró un alza continua a lo largo del segundo trimestre, lo cual afectó de manera directa el resultado inflacionario.

La mayor inflación se reflejó en menores tasas de interés reales y en una disminución de los salarios reales, lo que atenuó el crecimiento de los depósitos, en especial los provenientes de los hogares.

A lo interno, se observó un cambio de tendencia en la composición de los depósitos del público, aumentando la preferencia por depósitos a plazo en relación a los depósitos a la vista y de ahorro. Esta recomposición en la naturaleza de los depósitos permitió a los bancos

reducir la proporción de sus activos en disponibilidades e incrementar sus inversiones en instrumentos de renta fija, como lo son los títulos de deuda del BCN y el MHCP.

Depósitos totales por plazo
(millones de dólares)

Fuente: Gerencia Financiera

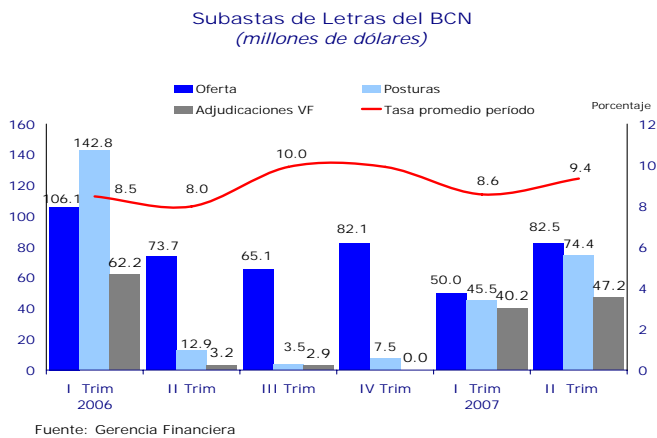
El comportamiento del sector público no financiero fue otro factor relevante del entorno monetario. El Gobierno Central trasladó 92.1 millones de dólares al Banco Central, siendo este el principal factor en la acumulación de reservas internacionales. Este resultado difiere significativamente del trimestre anterior, donde se realizó el pago de 100 millones de dólares en concepto de BPI.

Un factor relevante que contribuyó a mejorar el entorno monetario fue la conclusión de las negociaciones del Programa Económico Financiero (PEF), las cuales finalizaron de manera satisfactoria, contribuyendo de esta manera a la estabilidad macroeconómica.

Manejo de política monetaria

La política monetaria continuó orientada a garantizar la estabilidad de la moneda y el normal desenvolvimiento de los medios de pagos. Así, el BCN mantuvo el tipo de cambio como ancla nominal de precios, continuando con la política de mini-devaluaciones preanunciadas con una tasa de 5 por ciento anual. Para garantizar la convertibilidad de la moneda, la autoridad monetaria mantiene como objetivo instrumental una meta de reservas internacionales.

Como medida de política, el BCN continuó con la reactivación del mercado de Letras, mediante la colocación de instrumentos financieros de corto plazo, neutralizando los aumentos de la liquidez inyectada, a través de los pagos de deuda interna del BCN.



Con base a lo anterior, el BCN puso a disposición del público, durante el segundo trimestre, emisiones de Letras por un monto de 82.5 millones de dólares, valor facial. Se recibieron posturas por un monto de 74.4 millones de dólares, de los cuales, el BCN adjudicó 47.2 millones a valor facial, a una tasa de rendimiento promedio de 9.4 por ciento.

El resultado de las operaciones de mercado abierto continuó la dinámica observada durante el trimestre anterior, periodo en el cual se reactivaron estas operaciones y se asocia a la recuperación de la confianza de los agentes económicos en la gestión de la autoridad monetaria.

Adicionalmente, la autoridad monetaria decidió mantener la tasa de encaje legal en 19.25 por ciento. No obstante, se espera que ésta se reduzca en el segundo semestre del año en tres puntos porcentuales, como resultado de la evolución favorable en el nivel y composición de los depósitos en el sistema financiero. La reducción de la tasa de encaje legal permitiría liberar recursos financieros, los que podrían dinamizar el crédito para la inversión y tener efectos hacia la baja en las tasas de interés. En un escenario menos optimista, esta medida de política podría conducir a elevados niveles de disponibilidades por parte de la banca y no incidir en la dinámica del crédito.

Resultados de política monetaria

La acumulación en RINA durante el segundo trimestre fue 101.7 millones de dólares (C\$1,876.0 millones). Los factores que explican la mayor acumulación son:

1) El gobierno central trasladó al BCN 1,699.1 millones de córdobas. Estos recursos fueron producto de un mejor

desempeño de las recaudaciones tributarias y de una subejecución del programa de inversiones públicas.

2) Las operaciones de mercado abierto fueron contractivas en 439.6 millones de córdobas, resultado de colocaciones netas en Letras del BCN y TEI por 439.5 y 250.7 millones, respectivamente. Estas operaciones fueron parcialmente contrarrestadas por el pago de bonos bancarios (C\$250.6 millones).

3) Por otra parte, atenuaron el incremento de las reservas las pérdidas cuasifiscales, las que ascendieron a 127.9 millones de córdobas y la disminución en la demanda por numerario (C\$337.8 millones).

Panorama monetario del Banco Central de Nicaragua

(flujo en millones de córdobas)

Concepto	2006	2007	
		I Trim	II Trim
1. Recursos del Gobierno Central	1,319.3	(662.2)	1,699.1
2. Pérdidas Cuasifiscales	(407.8)	(35.0)	(127.9)
3. Operaciones de Mercado Abierto (neto)	(1,600.8)	973.5	439.6
Del cual:			
Colocación de Letras	1,182.3	729.5	849.0
Redenciones de Letras	(2,210.1)	(266.0)	(409.5)
Colocación de TEI	1,837.1	1,114.3	863.8
Redenciones de TEI	(1,809.5)	(604.2)	(613.1)
Redenciones de bonos bancarios	(34.1)	0.0	(250.6)
4. Amortizaciones de deuda externa del BCN	(228.8)	(77.3)	(39.1)
5. Sistema Financiero (Encaje, caja y otros)	1,338.7	48.3	259.5
Encaje	1,000.1	(69.6)	66.5
Caja	190.3	81.2	161.8
Otros	148.3	36.6	31.1
6. Numerario y Otros	4,027.6	(118.6)	(355.1)
Del cual:			
Numerario	593.3	(158.1)	(337.8)
7. Flujo de RINA (1+2+3+4+5+6)	4,448.3	128.8	1,876.0
Saldos (millones de dólares)			
Rina	534.5	541.7	643.4
Rin	859.0	830.8	945.8
Rib	924.2	896.2	1,009.0

Fuente: Gerencia de Estudios Económicos

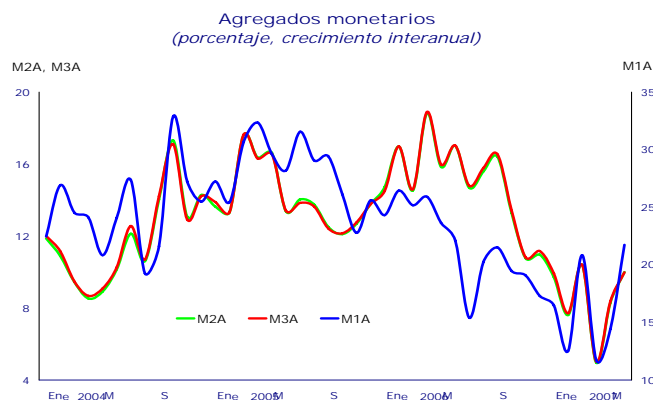
Tipo de cambio promedio 17.6000 1.0000 1.0000

Agregados monetarios

Durante el segundo trimestre, los agregados monetarios continuaron creciendo, aumentando la liquidez global definida como M3A en 1,091.1 millones de córdobas. No obstante, el crecimiento interanual de los mismos fue menor al observado durante el mismo periodo del 2006.

Así, el M3A registró un crecimiento interanual de 10.0 por ciento (17.0% en el segundo trimestre de 2006). Por su parte, el M2A, creció 10.0 por ciento en términos

interanuales (17.0% en 2006). En el caso del M1A, éste alcanzó una tasa de crecimiento interanual de 21.7 por ciento (22.1% en 2006).



La desaceleración en el crecimiento de los agregados monetarios obedece principalmente al menor dinamismo de los depósitos del sector público en el sistema financiero, mientras el sector privado continuó siendo la principal fuente de recursos para la intermediación.

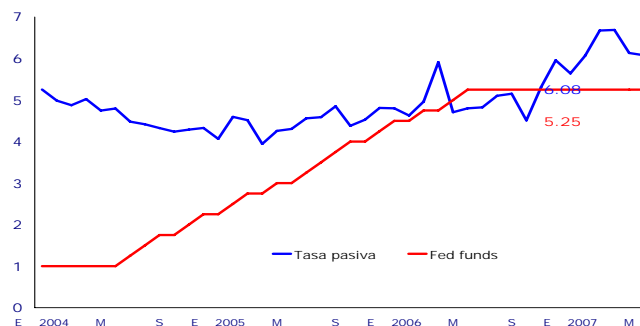
Los depósitos del sector privado continuaron un proceso de recuperación; proporcionando de esta manera recursos para la intermediación financiera. La expansión de los depósitos de los hogares fue de 766.6 millones de córdobas, y la de las empresas, 525.9 millones.

En lo que resta del año, se espera que los agregados monetarios aceleren su crecimiento hasta alcanzar la tasa de crecimiento del PIB nominal, el cual se proyecta cercano a 13.0%.

Tasas de interés

Las tasas de interés domésticas de cada uno de los instrumentos se mantuvieron relativamente estables durante el segundo trimestre. Sin embargo, se presentó una recomposición de los instrumentos activos, favoreciendo aquellos instrumentos de menor plazo, lo que afectó el promedio de las tasas de interés activas del sistema financiero.

Tasa pasiva doméstica vs Fed funds EEUU
(porcentaje)

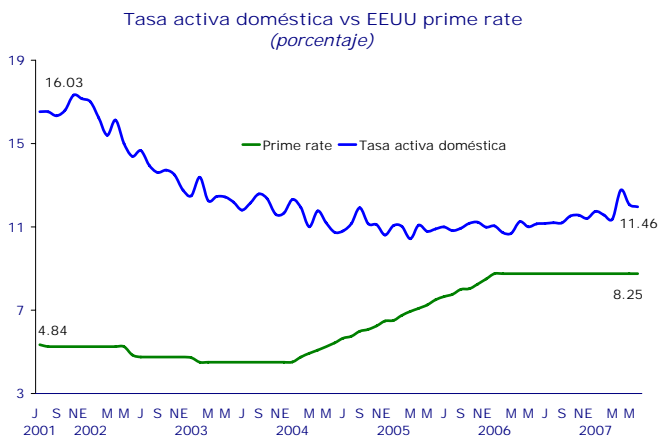


De esta manera, la tasa activa presentó un descenso resultado de la recomposición del crédito. Se contrataron mayores recursos con los sectores ganadero, comercial, y agrícola; así como menores colocaciones en el sector tarjetas de crédito, la cual se caracteriza por altas tasas de interés. Cabe señalar que estos movimientos fueron atenuados por la contracción de recursos dirigidos al sector industrial, mismos que se contratan a bajas tasas de interés. Para finales de junio la tasa activa se situó en 27.84 por ciento, 26.9 pbs menor a la observada al cierre del primer trimestre.

Tasas de interés promedio ponderadas
(porcentaje)



Por su parte, la tasa pasiva promedio del sistema disminuyó 59.6 pbs con respecto a marzo, finalizando en 6.08 por ciento. Este movimiento se debió principalmente a menores captaciones y a menores tasas pagadas a depósitos a más de 1 año de plazo, lo que a su vez fue reforzado por las mayores captaciones de depósitos de ahorro.

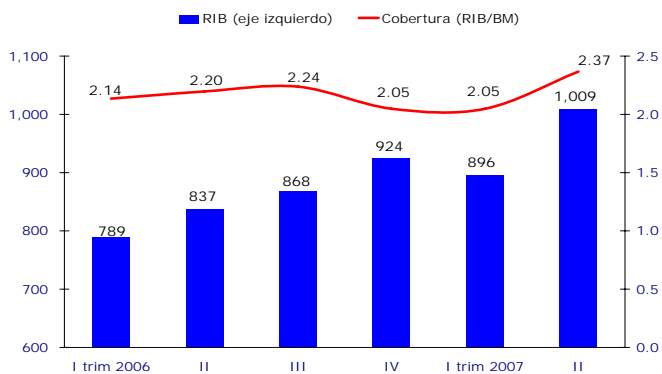


Fuente: Gerencia Financiera

Reservas internacionales

Al 30 de junio de 2007, el saldo de reservas internacionales brutas (RIB) continuó en ascenso. A esta fecha las RIB registraron 1,009.1 millones de dólares, lo que representó un aumento de 84.9 millones con relación al nivel observado a finales de 2006, y de 112.9 millones con respecto al trimestre anterior. Por su parte, las reservas internacionales netas (RIN) acumularon 115 millones de dólares, las que ajustadas por los depósitos de encaje legal, registraron ganancias de RINA por 101.7 millones.

Reservas internacionales brutas y cobertura (millones de dólares y porcentaje, respectivamente)

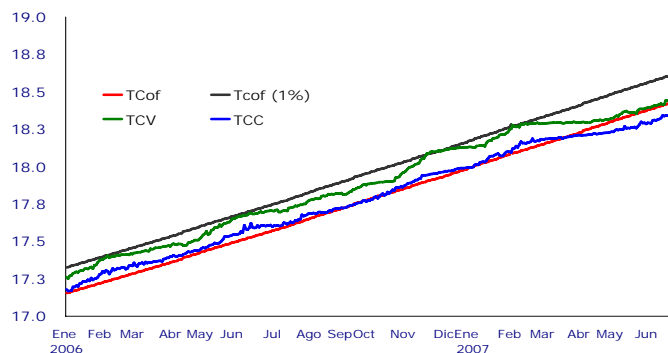


Fuente: Gerencia de Estudios

Durante el segundo trimestre, los principales ingresos de divisas se registraron vía compra neta de divisas por 79.3 millones de dólares, lo que incluye cordobizaciones por 36.8 millones, entrada de recursos líquidos atados e intereses por depósitos en el exterior por 72.0 millones,

y depósitos de encaje en moneda extranjera por 13.3 millones. Estos movimientos fueron atenuados por las erogaciones derivadas de retiros de las cuentas corrientes del SPNF por 36.3 millones y pagos de deuda externa por 19.3 millones.

Tipos de cambio (córdobas por dólar)



Fuente: Gerencia Internacional

Mercado cambiario

La desaceleración de factores de demanda interna y la mejora de factores externos, han conducido a una reducción de la brecha cambiaria. La demanda neta de divisas del público al sistema financiero se redujo sustancialmente de 33.5 millones de dólares, en el segundo trimestre de 2006, a 10.2 millones para el mismo período de 2007. En este mismo sentido, el BCN pasó de realizar ventas netas en la mesa de cambio de 37 millones durante el segundo trimestre de 2006, a comprar en neto 41.9 millones, en el segundo trimestre de 2007.

Brecha de venta (porcentaje)



Fuente: Gerencia Internacional

Las brechas cambiarias de compra y venta con respecto al tipo de cambio oficial se mantuvieron a niveles mínimos.

La convertibilidad de la moneda y los adecuados niveles de reservas internacionales fueron los determinantes en este comportamiento. Por su parte, la brecha cambiaria de venta se ubicó en niveles mínimos (0.044%), consistentes con la tendencia registrada al cierre del primer trimestre.

Perspectivas

Para la segunda mitad del año se prevé un entorno internacional favorable, que incentive el crecimiento de las exportaciones y las inversiones en el sector exportador. Esto dinamizaría el crecimiento de los agregados monetarios y consolidaría el actual régimen cambiario.

En relación a las medidas de política monetaria, se considera reducir la tasa de encaje legal y realizar una significativa reducción de deuda interna del BCN, disminuyendo así la vulnerabilidad financiera de la autoridad monetaria.

Estas acciones de política implican una reducción en el nivel de RINA de aproximadamente 80 millones de dólares. No obstante, los traslados presupuestados del gobierno para fortalecer el régimen cambiario y la expansión del numerario atenuarán el impacto sobre las reservas.

En el consolidado del año, las pérdidas previstas durante el segundo semestre serán más que compensadas con la acumulación observada en el primer semestre, por lo que la cobertura de la base monetaria y de los meses de importación se mantendrá en niveles confortables.

En relación al sistema financiero, se espera que los depósitos aumenten de manera sostenida, que los bancos disminuyan sus posiciones de liquidez y que se dinamice el proceso de intermediación financiera. Contribuirán a este resultado la mayor confianza de los agentes económicos ante la firma de un programa económico financiero con los organismos multilaterales; la cooperación adicional obtenida mediante donantes no tradicionales y un mayor dinamismo del programa de inversión pública, el cual ya empezó a ejecutarse de manera más fluida.

Sección IV

Política fiscal

Durante el segundo trimestre, las finanzas públicas exhibieron resultados positivos respecto al segundo trimestre de 2006, en un contexto que se caracterizó por una recuperación de la actividad económica y un buen desempeño de la recaudación tributaria. Por su parte, los gastos corrientes se mantuvieron en línea con lo programado, mientras el gasto de capital logró cierta recuperación, con respecto a igual periodo del año pasado y el primer trimestre del corriente, lo que apunta a mayor dinamismo en la ejecución del programa de inversiones públicas, en el segundo semestre.

En el contexto de alzas en los precios del petróleo, las tarifas de agua potable y transporte público permanecieron inalteradas, a pesar del incremento en los costos. Asimismo, el Gobierno decidió suspender temporalmente la aplicación del nuevo pliego de tarifas de energía eléctrica hasta junio de 2008. A fin de compensar el impacto del congelamiento de la tarifa eléctrica, el gobierno otorgará un financiamiento a la empresa distribuidora.

Por su parte, el salario mínimo básico mensual reflejó un incremento del 18 por ciento, para todos los sectores de la economía, el más alto de los últimos años. Este ajuste en el salario mínimo, también significó variaciones en las pensiones mínimas ordinarias de invalidez, vejez, viudez, orfandad y discapacidad (IVM/RP), las que se ajustaron en igual porcentaje, beneficiando así a 55.3 miles de jubilados. En igual porcentaje se ajustaron las pensiones víctimas de guerra, favoreciendo a 21.6 miles de pensionados.

Por su parte, ante las demandas salariales del sector magisterial, el gobierno se comprometió a gestionar una nueva partida presupuestaria, la que restituirá el monto correspondiente al aporte patronal por 37.5 millones de córdobas, derivado del ajuste salarial de 2007.

Evolución de las finanzas públicas

Sector público no financiero: Operaciones consolidadas
(millones de córdobas)

Conceptos	2006		2007	
	II Trim. (1)	I Sem. (2)	II Trim. (3)	I Sem. (4)
1. Ingresos	5,925.7	12,286.3	6,941.4	14,495.4
1.1 Impuestos	3,865.8	8,335.2	4,576.0	9,766.8
1.2 Contribuciones sociales	1,019.0	2,002.5	1,183.9	2,351.3
1.3 Otros ingresos	1,040.9	1,948.6	1,181.4	2,377.3
2. Gastos	5,438.1	10,642.6	5,692.4	11,801.1
2.1 Remuneraciones	1,619.0	3,170.3	1,538.0	3,645.8
2.2 Compra de bienes y servicios	1,362.2	2,438.2	1,446.0	2,610.2
2.3 Intereses	291.2	794.6	274.1	779.4
2.4 Transferencias corrientes y de capital	1,425.3	2,801.2	1,600.9	3,173.0
2.5 Otros gastos	740.3	1,438.2	833.4	1,592.7
3. Resultado operativo neto	487.6	1,643.7	1,248.9	2,694.3
4. Adquisición neta de activos no financieros	1,050.7	1,978.3	1,090.9	1,633.3
5. Superavit o déficit de efectivo a/d	(563.2)	(334.6)	158.0	1,060.9
6. Donaciones	877.3	1,715.8	1,099.8	1,341.0
7. Superavit o déficit de efectivo d/d	314.2	1,381.3	1,257.8	2,402.0
8. Financiamiento	(314.2)	(1,381.3)	(1,257.8)	(2,402.0)
7.1 Financiamiento externo neto	559.9	1,743.5	374.0	1,123.6
7.2 Financiamiento interno	(876.1)	(3,147.5)	(1,632.0)	(3,526.2)
Del cual BCN	(364.9)	(1,168.8)	(1,840.9)	(1,660.6)
7.3. Ingresos de Privatización	2.1	22.8	0.1	0.7

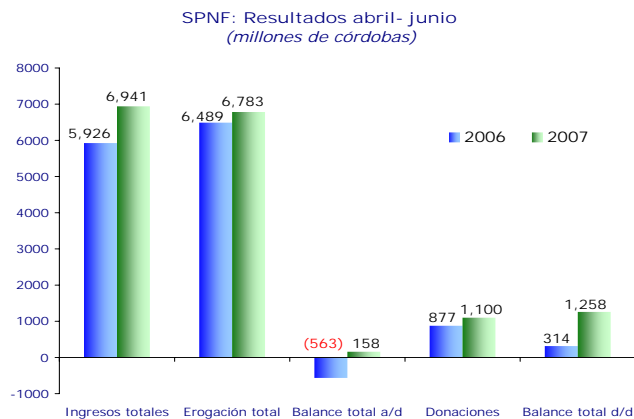
1/ : Cifras preliminares
Nota : No se incluye TELCOR por no estar disponible los datos.
Fuente : MHCP, INSS, BCN, INSS, ALMA, ENTRESA, ENACAL, ENEL, EPN.

En este trimestre, el SPNF obtuvo un superávit de efectivo después de donaciones de 944 millones de córdobas, continuando de esta forma con la tendencia observada en el primer trimestre del año. Este resultado, estuvo determinado por la buena evolución de los ingresos del gobierno general (gobierno central, ALMA e INSS), los cuales crecieron 18 por ciento, con respecto al segundo trimestre de 2006 (C\$968 millones), a los que se adicionaron ligeros incrementos del 5 por ciento en los ingresos de las empresas públicas (C\$27 millones).

Este resultado condujo a significativas mejoras en indicadores como el ahorro corriente, que registró un incremento de 780 millones de córdobas. Asimismo el balance primario y el superávit de efectivo antes de donaciones mejoraron en 1,349 y 158 millones de córdobas, respectivamente, con respecto al segundo trimestre de 2006.

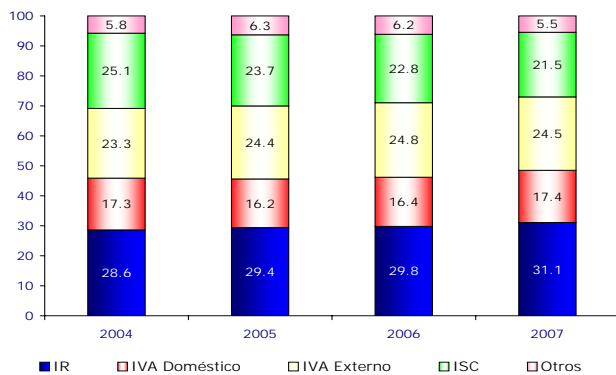
Ingresos

En este trimestre, los ingresos del SPNF fueron 6,941 millones de córdobas, cifra superior en 17.1 por ciento a los ingresos recaudados en los mismos meses de 2006. Entre los principales elementos que explican este dinamismo se encuentran los mayores ingresos recaudados por el gobierno central, mejora en los niveles de cotizaciones al INSS, y mayores ingresos municipales.



La recaudación del gobierno central alcanzó 4,732 millones de córdobas, para un crecimiento interanual de 18.7 por ciento y un excedente de 745 millones, con respecto a lo registrado en el segundo trimestre de 2006. Este resultado se debe principalmente al buen desempeño observado en el IR, IVA y derivados del petróleo, los cuales explican el 91 por ciento de los ingresos adicionales recaudados por el gobierno central.

Gobierno Central: Estructura porcentual de los ingresos tributarios enero -junio



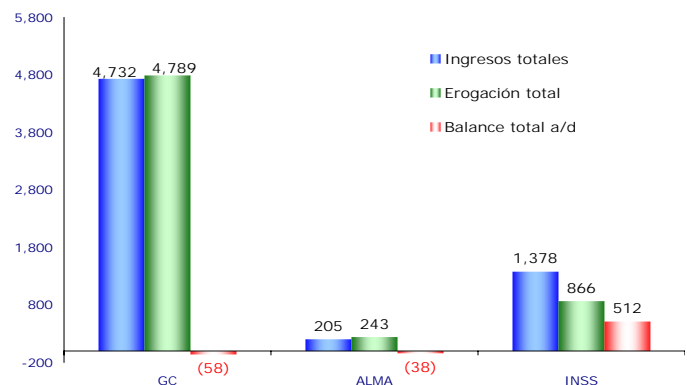
En el resultado anterior han influido los siguientes factores: fortalecimiento del proceso de fiscalización; reducción del índice de omisión, el que pasó de 34.6 en diciembre de 2006 a 30.4 en junio de 2007; el incremento en el número de contribuyentes (a junio se registraron 2,823 nuevos contribuyentes); y la ejecución de medidas para reducir la evasión y el contrabando aduanero. En relación al aumento en la recaudación de los derivados del petróleo, ésta se explica en parte por el mayor parque vehicular, que ha compensado la menor demanda de combustible que pudo generarse por el alza de los mismos.

Por su parte, los ingresos municipales de La Alcaldía de Managua crecieron 12.4 por ciento, alcanzando 205 millones de córdobas, para un excedente 23 millones, con respecto al mismo trimestre del año pasado. Lo anterior se explica por la buena dinámica mostrada por los impuestos sobre las ventas (16%) y el impuesto de matrículas y licencias (18 %), respectivamente.

Por su parte, las cotizaciones a la seguridad social alcanzaron un nivel de 1,184 millones de córdobas, equivalente a un crecimiento interanual de 16 por ciento (C\$164 millones), originado por: a) crecimiento de 10 por ciento en el número de asegurados; b) aumento de 5.8 por ciento en los salarios promedios, tanto del seguro facultativo, como del integral; y c) regularización en los pagos a la institución, lo que permitió reducir la mora en su cartera.

Respecto a los ingresos de operación de las empresas públicas, se revirtió el resultado negativo observado en el primer trimestre del año (4.5%), registrando un crecimiento de 11 por ciento (C\$56 millones). Estos mayores ingresos fueron captados por ENACAL, ENEL y el EPN. En sentido contrario, ENATREL, presentó menores ingresos que el mismo trimestre de 2006, debido al atraso en los pagos de las empresas distribuidoras de electricidad.

Gobierno General: Resultado abril-junio 2007
(millones de córdobas)



Gastos

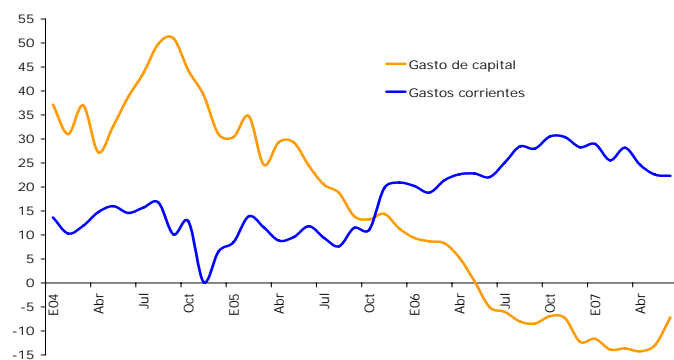
La erogación trimestral del SPNF fue 6,783 millones de córdobas, lo que significó una expansión de 294 millones con relación al mismo periodo de 2006. Esta expansión del gasto fue determinada principalmente por mayores transferencias corrientes del gobierno central a las municipalidades, universidades y resto del sector público, así como por mayores prestaciones sociales (compra de

medicamentos e indemnizaciones del gobierno central, y el pago de pensiones del INSS).

Producto de la disciplina fiscal, los gastos corrientes del gobierno central únicamente aumentaron 1.7 por ciento. Entre las principales medidas de gasto se encuentran a) reducción de sueldos y salarios, b) menores compras de bienes y servicios y c) reducción de las transferencias a las empresas públicas.

Por su parte, el gasto de capital (adquisición neta de activos no financieros + transferencias de capital) en el acumulado a junio muestra una subejecución de 4.1 por ciento, con respecto a igual periodo de 2006. Sin embargo, en el periodo abril – junio ya se observa cierta recuperación ejecutando 31 millones de córdobas más que en igual período de 2006. La menor ejecución observada en el semestre se ha dado como consecuencia de retrasos en el programa de inversión del MTI, MINSA, MINED, MAGFOR, FISE, y MIFAMILIA, principalmente. Entre estas instituciones tienen asignado el 54 por ciento del presupuesto para la inversión, y sólo han ejecutado el 23 por ciento de lo programado. Las principales causas de esta subejecución son: a) atrasos en los procesos de licitación (requisitos de la Ley de Contrataciones del Estado, impugnaciones, licitaciones desiertas); b) atrasos en los desembolsos de recursos externos; c) deficiencias en los procesos de planificación de las instituciones ejecutoras; d) condiciones previas para obtener los desembolsos de financiamiento incompletas; y e) atrasos en la elaboración de estudios y diseños.

Gobierno central: tasas de crecimiento de gastos corrientes y de capital promedios acumulados 12 meses (porcentajes)



El INSS y la Municipalidad de Managua, aumentaron su nivel de gasto en 10 y 5.4 por ciento, respectivamente, con respecto al segundo trimestre de 2006. En el caso del INSS, la mayor expansión se registró en pensiones

y prestaciones médicas, debido a revalorizaciones e incrementos en el número de pensiones ordinarias en la segunda mitad de 2006. En la Alcaldía de Managua el incremento de los gastos se produjo por mayores remuneraciones a empleados (nuevas contrataciones) y transferencias corrientes (subsidio a los transportistas).

Indicadores ENEL

Indicadores	Unidad	Enero -junio		Variación %
		2006	2007	
Generación	GWH	258.40	204.10	(21.0)
Colecta	Millones C\$	478.2	402.8	(15.8)
Precio combustible1/				
Bunker	US\$/barril	51.7	48.30	(6.6)
Diesel	US\$/barril	85.1	81.80	(3.9)

1/ : Puesto en planta
Fuente : ENEL

Por su parte, las erogaciones totales de las empresas públicas aumentaron 20 por ciento en el segundo trimestre, comparado con similar periodo de 2006. Este incremento fue el resultado de mayores compras en bienes y servicios, principalmente la adquisición de combustibles por parte de ENEL (se incorporaron 32 nuevas plantas a base de diesel), así como por un mayor gasto de capital, principalmente de ENACAL (en los proyectos de expansión del Sistema de Agua Potable de Juigalpa e Integrado Managua – Periferia).

Gasto en pobreza

A junio, el gasto destinado a pobreza ascendió a 5,264 millones de córdobas, 11.2 por ciento superior al registrado en 2006. De este total, un 71 por ciento fue destinado a educación, salud y a transferencias a los municipios; y en la clasificación por tipo de gasto, correspondió un 57 por ciento a gasto corriente y el restante 43 por ciento a gasto de capital.

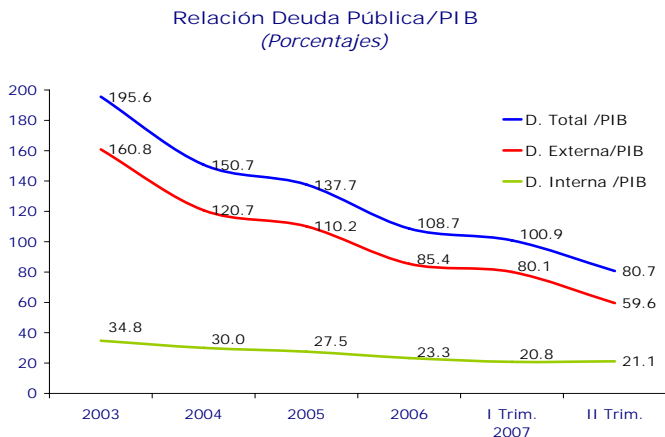
Deuda pública

A junio, el saldo de deuda pública total ascendió al equivalente de 4,580 millones de dólares, 21 por ciento menor que la registrada en diciembre del 2006. Esta reducción permitió que el saldo de deuda como participación del PIB pasara de 108.7 a 80.7 por ciento.

Respecto al saldo de deuda externa, éste finalizó en 3,381 millones de dólares, menor en 1,146 millones (25.3%) al registrado a finales de 2006. Esta drástica disminución se explica esencialmente por el alivio MDRI, especialmente del BID, aplicado durante el primer semestre de 2007.

La reducción de deuda externa se reflejó en mejores indicadores de sostenibilidad de deuda. Como porcentaje del PIB, ésta se situó en 59.6, para una reducción de 28 puntos porcentuales, con respecto a diciembre de 2006.

En cuanto al servicio de deuda externa, en el segundo trimestre se honraron 23 millones de dólares, de los cuales 12 millones correspondieron al pago de principal.



Por su parte, la deuda pública interna con el sector privado (valor facial) alcanzó el equivalente a 1,199 millones de dólares, reduciéndose en 3 por ciento con respecto a 2006 (US\$34 millones menos). El servicio destinado al pago de bonos bancarios y letras emitidas por el BCN fue de 47 millones.

Reformas legales e institucionales

El avance en las reformas jurídicas e institucionales abarcó leyes orientadas a reducir el impacto de la crisis energética, implementar normas para la regulación y supervisión prudencial del sistema financiero, así como fortalecer la transparencia en la información pública y las contrataciones municipales.

En el campo energético se reformó la Ley de Estabilidad Energética, con la cual se aprobó el congelamiento de las tarifas de energía eléctrica para los consumidores hasta junio de 2008. Los desvíos tarifarios se contabilizarán a favor de las distribuidoras y serán cubiertos con créditos mensuales de facturación vencida, que tienen las distribuidoras con ENEL, en calidad de préstamo puente hasta la implementación efectiva del pliego tarifario a partir de julio de 2008.

Asimismo, se autorizó a ENATREL realizar importaciones de energía del mercado regional y efectuar compras en el mercado de ocasión nacional, hasta por un monto de cinco millones de dólares y ofertar dicha energía a las distribuidoras. ENATREL deberá garantizar que la venta de esa energía no exceda el valor de los costos internos de generación que vendrían a sustituir. Los pagos de esta energía por parte de las distribuidoras serán efectuados a ENATREL a cuenta de los subsidios que corresponde pagarle a las distribuidoras por parte del Estado, en concepto de la tarifa eléctrica de aquellos consumidores de 150 Kw hora o menos.

Asimismo, la reforma obliga a las distribuidoras de energía a presentar al ente regulador INE, un plan de inversiones orientadas a reducir el nivel de pérdidas técnicas y no técnicas y las autoriza a instalar y operar en el mercado eléctrico nacional nueva capacidad de generación de energía renovable propia que no provenga de hidrocarburos hasta un 20 por ciento de la demanda total que sirven. Finalmente, el Ministerio de Energía y Minas deberá asegurar, que en los próximos 10 meses a partir de la entrada en vigencia de la presente Ley, esté instalada por lo menos 120 Megavatios de generación con base en fuel oil (bunker), procurando la obtención del menor precio, para lo que será necesario la aprobación del INE.

Con respecto al perfeccionamiento de las normas de regulación y supervisión prudencial del sistema bancario, la Superintendencia del Bancos (SIBOF) continuó aprobando normativas relacionadas a la operatividad de las sociedades calificadoras de riesgos. Así, se definieron aspectos relacionadas al tipo de actividades que pueden realizar, capital social, la prestación de servicios de calificación por entidades constituidas en el exterior, así como su régimen de sanciones.

Al mismo tiempo, se dictaron normas sobre el manual único de cuentas para las instituciones financieras del mercado de valores, compañías de seguros, reaseguros y afianzadoras e instituciones bancarias. Estas establecen las pautas que deberán seguir dichas instituciones para la adopción de un sistema uniforme de registro contable. En esta misma línea, se procedió a normar la autorización, funcionamiento y actualización del capital social de las bolsas de valores y sus agentes con el objeto de definir los requisitos, condiciones y garantías mínimas para la

constitución y fiscalización de ellas que garanticen el buen fin de sus operaciones.

En el ámbito de la transparencia del sector público, se sancionó la Ley de Acceso a la Información Pública. Esta tiene por objetivo normar y garantizar el ejercicio del derecho de acceso a la información pública existente en los documentos y base de datos de las entidades públicas, sociedades mixtas y subvencionadas por el Estado, así como entidades privadas que administren o reciban recursos públicos o concesiones.

La sanción de dicha ley, observa que la información pública privada en poder del Estado no será considerada de libre acceso público. Para tal efecto, se considera Información Pública Reservada, cuando la entidades aplican criterios para aquella información que puede poner en riesgo la seguridad e integridad territorial del Estado; la divulgación que pueda obstaculizar actividades de persecución de delitos y del crimen organizado, de parte del Ministerio Público y la Policía Nacional; o cuando se trate de sigilo bancario, secretos comerciales, industriales propiedad de terceros o del Estado, entre otros.

Finalmente, en vista que los municipios gozan de autonomía política, administrativa y financiera, y que las contrataciones de bienes, servicios y la construcción de obras públicas, constituyen una parte fundamental para el desarrollo de los gobiernos locales, la Asamblea Nacional aprobó la Ley de Contrataciones Municipales. Esto con el fin de establecer las normas y procedimientos para regular las adquisiciones y contrataciones que en el ejercicio de su competencia llevan a cabo los municipios. Sin embargo, el principal objetivo que se pretende alcanzar con esta Ley, es la eliminación de los obstáculos burocráticos que imponen los procedimientos rigurosos de la Ley de Contracciones del Estado, cuya aplicación no permite ser un instrumento facilitador y promotor del desarrollo local. La nueva Ley imprime mayor celeridad, eficiencia y transparencia a la ejecución y supervisión de las contrataciones.

Sección V

Política comercial

Nicaragua continuó avanzando en la consolidación de tratados de libre comercio, como su principal instrumento de inserción y promoción de los productos nacionales en los mercados internacionales. En el trimestre, los esfuerzos se concentraron en oficializar las intenciones del establecimiento de un acuerdo de asociación económica entre los países de la región, incluyendo Panamá, y la Unión Europea. Con este acuerdo, se fortalecerán las relaciones entre dichos países en tres ejes fundamentales: libre intercambio comercial, fluidez de cooperación y diálogo político.

Para el establecimiento de este acuerdo, Centroamérica debe culminar con la unión aduanera y armonizar las políticas comerciales para el fortalecimiento de la integración económica. En este último aspecto se ha alcanzado un nivel de armonización arancelaria del 94 por ciento, y el grado de avance en los últimos años ha sido más lento, en productos que son estratégicos para cada país. Con el fin de avanzar se ha considerado como base para la negociación del acuerdo la elaboración de una propuesta de arancel virtual común para los bienes no armonizados. Con esta iniciativa, se espera que antes que finalice el año inicien las negociaciones con las expectativas de la firma del tratado a fines de 2008.

Otro de los posibles tratados a negociar es el de Centroamérica-Panamá con CARICOM. Este acuerdo tendrá como base el TLC que Costa Rica ya tiene firmado con CARICOM, esperándose que inicien las negociaciones en el mes de agosto. Los países centroamericanos (El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua) han elaborado la lista de productos que pueden ofrecer a los 15 países pertenecientes al CARICOM, destacándose entre estos los productos alimenticios, medicinas y materiales de construcción.

Asimismo, se continuó avanzando en la consolidación del intercambio comercial justo con Venezuela, en el marco del acuerdo ALBA. Bajo este acuerdo de solidaridad entre los pueblos, se recibieron en el período 13,000 toneladas de urea y más de 200 mil barriles de derivados de petróleo en condiciones favorables de financiamiento.

Como parte del acuerdo de libre comercio suscrito con México (1998), el 30 de junio caducaron los mecanismos de exportación a través de cuotas hacia el mercado mexicano. Es decir, a partir del primero de julio, todos los productos nacionales (con la excepción de la leche en polvo) gozarán de libre acceso, en especial la carne bovina, queso y frijoles, y más del 99 por ciento del universo arancelario con México tendrá un arancel de cero por ciento.

En materia de la administración del TLC, ambos países lograron aprobar los mecanismos de solución de controversia que regirán el tratado en adelante, dejando sin validez los procedimientos adoptados y acordados en el momento de la firma del mismo, correspondiente a los establecidos por la OMC. Por otra parte, la Comisión Administradora binacional aprobó la elaboración de un programa de asistencia técnica y financiera para Nicaragua, enfocado en potenciar los beneficios del tratado, a través de la identificación de productos con potencial exportador hacia México.

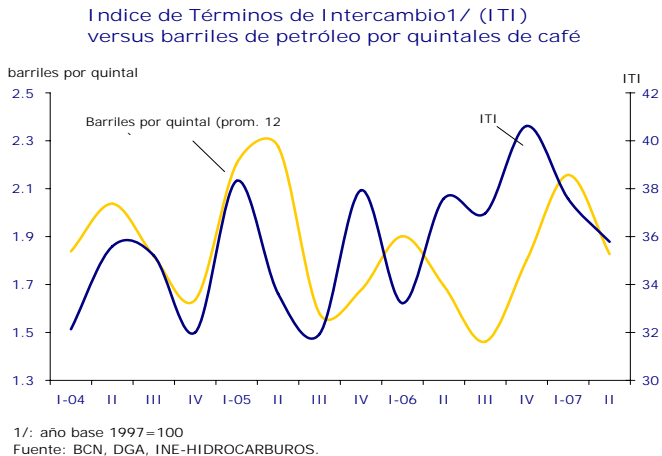
En referencia al tratado de libre comercio Centroamérica, Estados Unidos y República Dominicana, se negoció el mecanismo de acumulación en las reglas de origen, las procedentes de México, principalmente de materia primas textiles. Por otra parte se elaboró propuesta de modificación de los reglamentos para la administración de los contingentes arancelarios de importación otorgados a Estados Unidos por Nicaragua.

Balanza de pagos

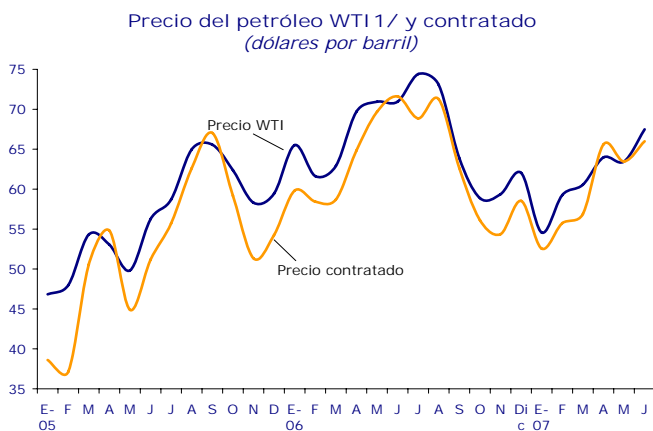
En el segundo trimestre, la brecha entre ahorro e inversión doméstica se redujo de manera interanual, consecuencia del descenso de la inversión pública y la desaceleración de la inversión privada. Lo anterior permitió registrar un déficit de cuenta corriente de 170.4 millones de dólares, inferior en 40.8 millones de dólares, a lo observado en igual periodo del año anterior. No obstante, este balance fue mayor al registrado en el primer trimestre del año en 24.4 millones de dólares, debido principalmente por el deterioro de los términos de intercambio (-4.8%) ante el aumento de los precios del petróleo y derivados (17.3%).

La vulnerabilidad de la economía nicaragüense a los choques externos se evidenció a través de las corrientes del comercio exterior. El déficit comercial de bienes en el

segundo trimestre se incrementó 35.8 millones de dólares con respecto al trimestre anterior, producto de una mayor factura petrolera (US\$26.9 millones).



La senda alcista del precio del petróleo en este segundo trimestre redujo las ganancias que se habían registrado en el balance comercial, durante el primer trimestre. La pérdida ascendió aproximadamente a 15 millones de dólares (efecto precio), lo que corresponde a un 50 por ciento de las ganancias obtenidas en ese periodo. Una manera simple de verificar este resultado es analizando el poder de compra del principal producto de exportación (café) respecto al de las importaciones (petróleo), relación que pasó de 2.2 barriles de petróleo por quintal de café en el primer trimestre a 1.8 en el segundo, para una disminución del 15.5 por ciento. Sin embargo, el promedio del semestre aún es mayor en 10 por ciento al registrado en igual periodo de 2006 (1.8).



1/: West Texas Intermediate.
Fuente: BCN, INE-Hidrocarburos, Economagic.

En el semestre, la brecha comercial de bienes se contrajo 61.5 millones de dólares con respecto al 2006. Esta mejora permitió que la cuenta corriente se redujera en 63.4 millones de dólares. En este resultado también contribuyó el incremento de las transferencias corrientes, sobretudo las remesas familiares que aumentaron en 16.6 millones de dólares.

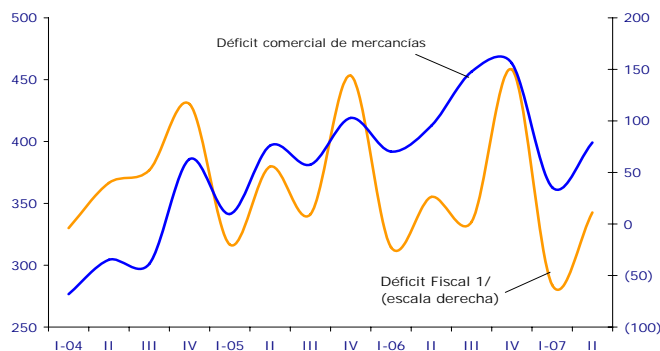
El comportamiento de las remesas ha sido pro cíclico al desempeño económico de los países de origen, principalmente de la economía estadounidense. En el primer trimestre cuando en EU se registró una desaceleración económica (0.7% de crecimiento interanual) las remesas disminuyeron 0.4 por ciento interanualmente. Mientras, que con la recuperación económica del segundo trimestre (3.4%), los flujos de remesas crecieron en 10.7 por ciento, lo que también está correlacionado con la disminución de la tasa de desempleo latino en Estados Unidos, la que pasó de 6.4 por ciento en el mes de enero, a 5.5 por ciento a junio de 2007.

Por su parte, la cuenta de capital y financiera en el trimestre alcanzó un monto de 268.8 millones de dólares, superior en 36.3 millones de dólares, con respecto a igual periodo de 2006, y en más de dos veces con relación al nivel de recursos netos registrados en el primer trimestre. Aunque en términos interanuales los ingresos de recursos externos netos al sector público disminuyeron 19.8 millones de dólares, el aumento de los flujos de capitales privados sobre financiaron en 56.1 millones de dólares la brecha entre el ahorro y la inversión, de manera que permitió un aumento en los activos de reservas del BCN por el orden de los 113 millones de dólares, contrario a las pérdidas registradas en el periodo anterior (US\$30.3 millones).

Comercio exterior

El balance comercial mensual promedio en el año se redujo 7.1 millones de dólares con respecto a igual periodo de 2006. Este menor déficit interanual ha sido consecuencia del menor nivel de importaciones vinculado a la sub-ejecución del programa de inversión pública. Sin embargo, en este resultado también contribuyó de manera importante el dinamismo de la actividad industrial, reflejada en el sólido crecimiento de las exportaciones manufacturera (32.8% promedio en el semestre).

Déficit comercial de mercancías versus déficit fiscal
millones de dólares

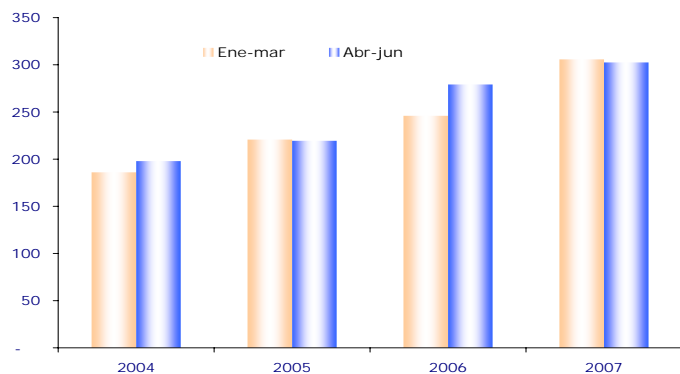


1/: Antes de donaciones, excluye pago de intereses externo.
Fuente: BCN, MHCP, Empresas Públicas.

Exportaciones

El crecimiento de las exportaciones de mercancías continuó influenciado por la mejora de los precios internacionales de los principales productos de exportación (5.1% en el trimestre) y por el incremento de la demanda externa de los socios comerciales, principalmente de Estados Unidos y Centroamérica.

Exportaciones de mercancías
(millones de dólares)



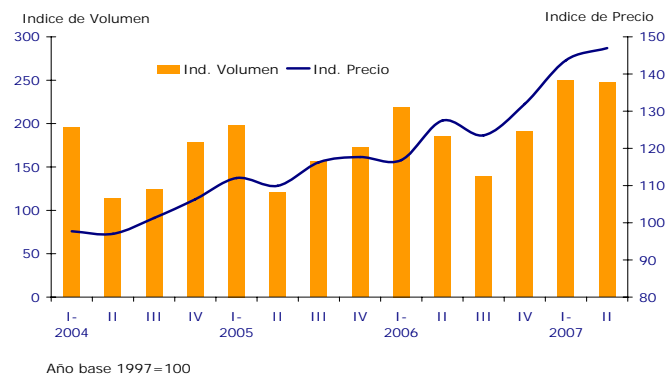
A pesar que el ritmo de crecimiento interanual de las exportaciones se desaceleró en el segundo trimestre (8.4%) con respecto al trimestre anterior (24% interanual), los resultados no son completamente comparables. La diferencia se debe en parte a la entrada en vigencia del DR-CAFTA en abril del año pasado, de manera que la tasa de crecimiento del segundo trimestre tiene una base mayor a la del primer trimestre.

Las exportaciones ascendieron en el trimestre a 302.5 millones de dólares, superior en 23.3 millones a igual periodo del 2006, pero ligeramente menor en 3.2 millones

al trimestre anterior, por la baja de las exportaciones mineras, especialmente oro, a causa del cierre temporal de una de las principales empresas productoras. En el semestre, las exportaciones totalizaron 608.3 millones de dólares, registrando un aumento interanual de 83.1 millones (15.8%). De este aumento, el 45.4 por ciento se debió a mayores volúmenes exportados, y el restante a la mejora de los precios internacionales de los principales productos de exportación (10%).

En cuanto las exportaciones sectoriales, las de productos manufacturados son las que han generado el dinamismo de las exportaciones totales, destacándose entre estas, las ventas de carne, lácteos y productos químicos.

Índices de precio y volumen de productos manufacturados



Efectivamente, las exportaciones de productos lácteos crecieron durante el año, al exportarse en promedio 3.6 toneladas mensuales (2.3 toneladas en 2006) lo que refleja un crecimiento de 56.5 por ciento. En estos resultados contribuyó la mejora en la calidad de los productos y el incremento de la oferta interna como respuesta al aumento de la demanda externa, especialmente de los países centroamericanos. Se espera que el sector continúe aumentando sus exportaciones en el corto plazo, consecuencia de una mayor demanda, principalmente de Guatemala, al importar leche líquida para enfrentar su actual déficit de producción.

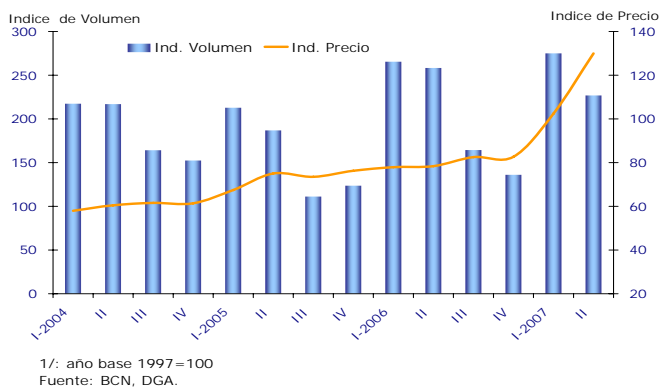
Referente a los productos químicos, las ventas en el trimestre crecieron 79 por ciento (US\$ 6.1 millones), resultado de mayores exportaciones de alcohol deshidratado (etanol) a Europa. Estas nuevas exportaciones significaron ingresos adicionales en el trimestre de 4.9 millones de dólares, (US\$7 millones en el semestre), las cuales están siendo motivadas por el sostenido aumento del precio del petróleo y derivados.

Igualmente, el dinamismo de las exportaciones de carne ha sido consecuencia del aumento de la demanda externa, principalmente de los mercados centroamericanos (17.8%) y estadounidense (30.1%), el cual ha inducido a un incremento en el índice de matanza (aumento de la oferta). Sin embargo, esto último no ha limitado el crecimiento de las exportaciones de ganado en pie, ya que en el semestre éstas crecieron 33.1 por ciento.

Asimismo, se espera que las exportaciones de azúcar mantengan su ritmo de crecimiento, debido a la expectativa de incremento en la zafra 2007/2008 (8.7%), así como por un mejor rendimiento industrial.

Por su parte, el sector de manufactura incrementó sus exportaciones durante el primer semestre en 76.7 millones de dólares, mientras las exportaciones de café fueron inferiores en 27.3 millones con respecto al 2006, como resultado del efecto bianual del cultivo. Sin embargo, se espera que la producción cafetalera para el ciclo 2007/2008 alcance los 1.8 millones de quintales, superior en 50 por ciento al ciclo anterior (1.2 millones de quintales), incidiendo en el mayor dinamismo de las exportaciones en 2008.

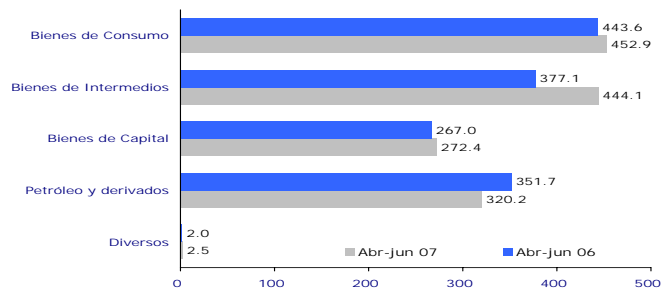
Indices de precio y volumen de productos agropecuarios1/



Importaciones

Las importaciones de mercancías CIF ascendieron a 761.4 millones de dólares, registrando un leve aumento de 12.5 millones de dólares (1.7%) con respecto a 2006. Mientras en el semestre, las importaciones ascendieron a 1,492.1 millones de dólares con un crecimiento interanual de 3.5 por ciento. Las tasas de crecimiento para el trimestre y el semestre han sido las menores en los últimos 4 años.

Importaciones CIF por CUODE (millones de dólares)



Las importaciones en el trimestre fueron impulsadas por el aumento en compras de bienes intermedios para la industria (US\$22.2 millones) y mayores adquisiciones de bienes de capital para transporte (US\$7.5 millones). En contraposición, se presentó un menor costo de la factura petrolera y menores compras de bienes de consumo.

La factura petrolera fue de 173.5 millones de dólares, menor en 8.6 millones a igual periodo del 2006, resultado de menores precios de crudo (6.3%) y gasolina (4.7%). No obstante, el costo de la factura se incrementó en 26.9 millones de dólares con respecto al trimestre anterior, consecuencia del aumento de los precios internacionales del crudo y derivados (17.3%).

Otras importaciones que disminuyeron en términos interanuales fueron las de bienes de consumo. Estas ascendieron a 222.2 millones de dólares, 14 millones por debajo del nivel adquirido en el mismo trimestre del 2006. La mayor caída se presentó en los bienes no duraderos (US\$12.9 millones), originada en una reducción en importaciones de productos alimenticios, medicinas y productos farmacéuticos.

Sin embargo, las importaciones de bienes intermedios fueron las de mayor aumento en el trimestre con 26 millones de dólares (13% de crecimiento), asociado con el buen desempeño del sector manufacturero que continua demandando mayores insumos y materia prima del resto del mundo. El mayor incremento se produjo en insumos orientados hacia las industrias alimenticias, bebidas y tabacos, minera y metálica básica, entre otras.

De igual manera, las importaciones de materiales de construcción aumentaron (US\$9.6 millones), resultado de una mayor actividad, principalmente del sector privado. Asimismo, las adquisiciones de bienes de capital

fueron superiores a las del 2006, en 9 millones de dólares, especialmente en equipo de transporte (US\$7.5 millones).

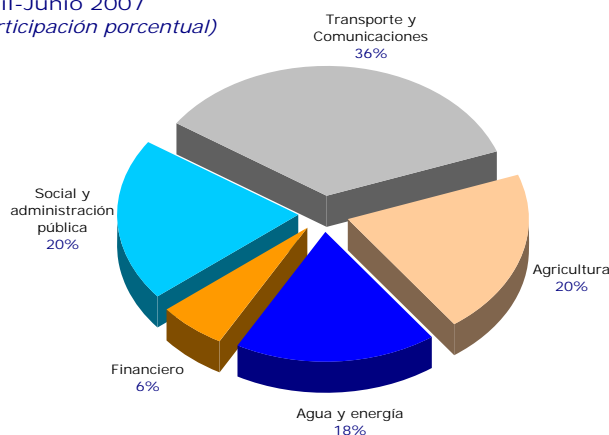
Financiamiento y deuda pública externa

En el segundo trimestre, los desembolsos de recursos externos al sector público fueron 88.9 millones de dólares, menores en 22.3 millones con respecto a igual periodo de 2006. Del total de recursos, en concepto de préstamos fueron 30.2 millones de dólares y 58.7 millones de dólares en donaciones.

Entre los proyectos ejecutados con los recursos desembolsados en el periodo están los relacionados al mejoramiento de la red vial (US\$10.5 millones), apoyo al sector productivo (US\$6.2 millones), fortalecimiento institucional de los diversos ministerios y entes autónomos (US\$6.1 millones), agua y energía (US\$5.4 millones), entre otros.

Entre las principales fuentes de financiamiento se destacaron el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) con 11.9 millones de dólares, IDA (Banco Mundial) 6.9 millones, Fondos Nórdicos 2.1 millones y Corea del Sur (EDCF) 4.5 millones.

Préstamos totales por sector
Abril-Junio 2007
(participación porcentual)



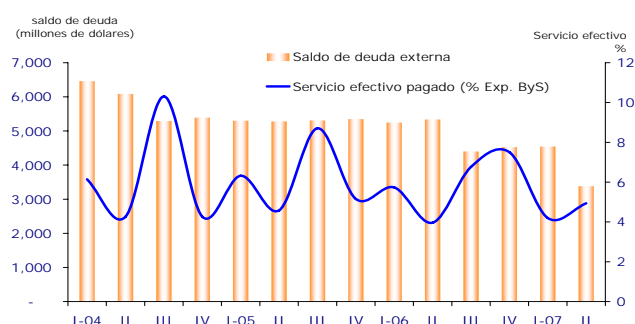
Fuente: BCN.

En cuanto a la cooperación internacional vía donaciones, en el trimestre se registró una disminución de 6.4 millones de dólares con respecto a igual periodo del año anterior. Del total de donaciones, las recibidas para apoyo presupuestario y balanza de pagos fueron 13.8 millones, provenientes de la Unión Europea (US\$8.5

millones), Suiza (US\$ 5.2 millones) y el BID (US\$ 0.1 millones). El resto de donaciones (US\$44.9 millones) estuvieron orientadas al financiamiento de programas de fortalecimiento institucional, desarrollo de servicios básicos comunitarios, educación y salud. Entre las fuentes bilaterales de cooperación sobresalieron los gobiernos de Japón (US\$6.5 millones), Taiwán (US\$4.9 millones), Dinamarca (US\$4.6 millones), mientras que de organismos multilaterales fueron la Unión Europea (US\$7.3 millones) y el Programa Mundial de Alimentos (US\$4.7 millones).

Por otra parte, se continuó con el proceso de alivio de la deuda externa en el marco de las Iniciativa de Países Pobres Muy Endeudados (PPME) y la Iniciativa de Alivio de Deuda Multilateral (IADM). En este periodo se recibió condonación de la deuda externa por 1,224.6 millones de dólares, entre los cuales se destacaron los concedidos por el Banco Interamericano de Desarrollo (US\$1,172.6 millones), Venezuela (US\$33.3 millones), Eslovaquia (US\$4.1 millones) y Club de París (US\$0.8 millones). En el caso del BID, producto del alivio de la deuda externa, Nicaragua obtendrá un ahorro en el servicio de la deuda externa por el orden de los 26 millones de dólares anuales en promedio durante el periodo 2007-2044, recursos que favorecerán el incremento en el gasto en reducción de la pobreza.

Saldo de deuda externa^{1/} y servicio efectivo pagado^{2/}



1/: Al final de cada trimestre

2/: Como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicio (incluye valor neto de zona franca)
Fuente: BCN, MHCP, CZF, DGA.

En el trimestre, el servicio de deuda efectivamente pagado significó 22.9 millones de dólares, de los cuales 12.1 millones de dólares correspondieron a amortizaciones y 10.8 millones a intereses. Del total del servicio efectivo, 13.7 millones fueron pagados a organismos bilaterales oficiales (59.8%), 7.5 millones a acreedores multilaterales (32.8%) y 1.7 millones para la banca comercial por

deuda externa de corto plazo (7.4%). El servicio de la deuda pública externa representó en este periodo el 4.9 por ciento de las exportaciones de bienes y servicios, considerando el valor neto de la zona franca.

Así, al 30 de junio de 2007 la deuda pública externa se ubicó en 3,380.7 millones de dólares, registrándose una disminución neta de 1,146 millones de dólares, con respecto al saldo de diciembre del 2006. En cuanto a la composición de la deuda, la mayoría está concentrada en los organismos bilaterales y multilaterales, equivalente al 61.7 y 31.5 por ciento respectivamente.

Perspectivas del balance externo

De mantenerse la tasa crecimiento de las exportaciones del primer semestre en lo que resta del año, en conjunto con un menor crecimiento de las importaciones; derivado de la posible desaceleración de la inversión pública y privada, se esperaría que el déficit comercial de mercancías se reduzca en más de 2.5 por ciento del producto interno bruto, con respecto al registrado en 2006 (32.5%).

El dinamismo del sector exportador se espera siga sustentado por el buen desempeño de la actividad agro-industrial, ya que el sector pesquero aún no da signos de recuperación, a pesar del aumento de la producción de las granjas camarónicas (camarón de cultivo). Por su parte, el sector minero experimentará en el siguiente semestre una baja en sus exportaciones, debido al cierre de una empresa por introducción de nuevas tecnologías.

Otro factor que incidirá positivamente en la reducción del desbalance externo será la dinámica de las exportaciones de zona franca. Se espera que la senda de expansión en 2007 esté ligeramente por debajo del promedio de los últimos cinco años (26%), aunque las perspectivas para 2008 son mejores, debido a la mayor atracción de inversiones extranjeras en el sector, principalmente en el área textil y servicios tecnológicos.

Un elemento de riesgo en el segundo semestre será la reciente alza del precio petróleo en los mercados internacionales, el cual ha superado el nivel de los 70 dólares, ubicándose incluso por arriba del máximo registrado en 2006 (US\$77.03 por barril). Esta situación podría incrementar considerablemente la factura petrolera, impactando negativamente la balanza comercial.

Recuadro

Demanda de circulante en Nicaragua

Oknan Bello D.
Oscar Gámez S.*

I. Introducción

La política monetaria en Nicaragua tiene como objetivo operacional la acumulación de un nivel adecuado de reservas internacionales para sostener el tipo de cambio¹. El logro de este objetivo requiere del monitoreo continuo por parte del BCN de una serie de indicadores (tasas de interés, depósitos del gobierno, encaje, etc.) y la realización de proyecciones sobre la evolución del circulante que le sirvan como guía para determinar el uso adecuado de sus instrumentos de política. Así, el esquema monetario en Nicaragua depende de manera importante de la capacidad del BCN de predecir la evolución del circulante, la cual depende a su vez, de la existencia de una demanda estable de este activo financiero.

El objetivo de este trabajo es estimar una demanda de circulante en Nicaragua que sirva de marco de referencia para la programación monetaria. El trabajo se organiza como sigue: en la sección II se presenta la especificación del modelo a utilizar. Los resultados de la estimación de las ecuaciones de cointegración y corrección de errores se presentan en la parte III. Por último, en la sección IV se presentan las conclusiones.

II. Especificación del modelo

Dado que se quiere estimar una demanda por circulante, resulta natural usar una especificación que haga énfasis en la función de medio de cambio del dinero. Un modelo tipo *cash in advance* (Svensson, 1985) con agentes múltiples produce una especificación para la demanda por circulante como la ecuación (1):

* Los autores son economistas investigadores de la Gerencia de Estudios Económicos.

¹ El objetivo intermedio de la política monetaria es fijar el tipo de cambio, el cual sirve como ancla nominal del nivel general de precios. La estabilidad de la inflación es el objetivo final del Banco Central de Nicaragua.

$$(1) \log(m_t) = \beta_1 + \beta_2 \log(pib_t) + \beta_3 \log\left(\frac{i_t}{1+i_t}\right);$$

$$\beta_2 > 0 \quad \beta_3 < 0.$$

donde m_t son los saldos reales de circulante, pib_t es el PIB real e i_t es la tasa de interés de captación doméstica. Nótese que la demanda planteada en esta ecuación es de saldos reales, lo cual es un supuesto bastante razonable, ya que es de esperarse que los agentes económicos no tengan ilusión monetaria, y por lo tanto aumentos en el nivel general de precios se traducen en incrementos de los saldos nominales de circulante en la misma proporción, quedando inalterados los saldos reales. Además, esta especificación refleja la idea que a medida que disminuye la tasa de interés, la demanda de circulante se hace más sensible a cambios en esta última.

Con respecto a los signos, se espera que el parámetro asociado al PIB real sea positivo, ya que un aumento de esta variable genera una mayor demanda de circulante por parte de los agentes para enfrentar el mayor nivel de transacciones en la economía. Por otro lado, el parámetro correspondiente a la tasa de interés se espera sea negativo, dado que un incremento de dicha variable equivale a un aumento del costo de oportunidad de mantener billetes y monedas en el bolsillo en vez de tener la riqueza en forma de depósitos, bonos u otros activos productivos.

Es importante mencionar que la ecuación (1) muestra la relación de equilibrio en el largo plazo entre la demanda de circulante y sus determinantes, sin embargo, no hace referencia al comportamiento del circulante en el corto plazo y el ajuste hacia dicho equilibrio. Es por ello, que adicionalmente se plantea una ecuación que captura la dinámica de corto plazo de los saldos reales de circulante, la cual se muestra a continuación:

$$(2) A(L)\Delta \log(m_t) = B(L)\Delta \log(pib_t) + C(L)\Delta \log\left(\frac{i_t}{1+i_t}\right) + \gamma\lambda_{t-1} + \Psi Dum_t + \xi_t$$

Donde Δ es el operador de diferencia trimestral, $A(L)$, $B(L)$ y $C(L)$ son polinomios de rezagos; λ_{t-1} es el desvío en el período anterior del circulante con respecto a su nivel de equilibrio determinado por la ecuación (1); Υ es el coeficiente de ajuste hacia el equilibrio. Por último, Ψ es un vector de componentes determinísticos que incluye: variables que aíslan la estacionalidad de las series (Dum1, Dum2 y Dum3); una variable binaria llamada Dum003 que toma el valor uno en el tercer trimestre de 2003 y cero en el resto de períodos; y una variable llamada Dumbreak que toma valor uno a partir del tercer trimestre de 2003, la cual captura un cambio estructural en la tendencia de los saldos reales a partir de la quiebras bancarias del año 2000.

Si se cumplen ciertas condiciones referidas a exogeneidad débil y fuerte (las cuales veremos más adelante) del producto y la tasa de interés, la ecuación (2), la cual incluye la ecuación (1) mediante la variable λ_{t-1} ² y además captura la dinámica de corto plazo, se podría utilizar para proyectar la demanda de circulante.

III. Estimación del modelo

En la estimación de las ecuaciones (1) y (2) se utilizan datos trimestrales para el período 1994.1-2007.1. La serie de circulante real se obtiene al deflactar la serie de numerario promedio trimestral entre el IPC base 1999. La serie del PIB corresponde al PIB real trimestral calculado en cuentas nacionales, y la tasa de captación se calcula como la tasa promedio trimestral nominal pasiva del sistema bancario.

El primer paso para proceder a estimar las ecuaciones (1) y (2) es verificar el orden de integración de las series. Para esto se realizan pruebas de raíz unitaria en la frecuencia anual, semestral y trimestral mediante el método HEGY, con el objeto de determinar si los componentes estacionales de las variables son estocásticos o no. Si lo son, se debe verificar la existencia de vectores de cointegración entre los componentes estacionales de las series, para luego incorporarlos en la ecuación de

corto plazo y así obtener una especificación adecuada del modelo, evitando problemas de inconsistencia e inestabilidad en los parámetros (Soto, 2000)³.

En la tabla 2 del anexo se presentan los resultados de la prueba HEGY, los cuales indican que las variables son no estacionarias en la frecuencia anual. Sin embargo, las pruebas rechazan la hipótesis de no estacionariedad en las demás frecuencias, excepto para la tasa de interés, la cual presenta una raíz unitaria en la frecuencia trimestral.

Para verificar la robustez de los resultados anteriores, se realizan test de raíz unitaria mediante el método de Phillips-Perron (1988) y Dickey-Fuller (1981)⁴. Estos test indican que las series son I(1), lo cual respalda los resultados anteriores (ver tabla 3 del anexo). Dado esto, sólo es posible verificar cointegración en la frecuencia anual.

La estimación de la relación de cointegración entre el circulante y sus determinantes (ecuación 1), se realiza con el método de Johansen⁵. Dado que se incluyen tres variables endógenas en la estimación, es posible tener a lo más dos vectores de cointegración.

La tabla 4 del anexo muestra los resultados del test de la traza y de valor propio máximo, los cuales sugieren la existencia de al menos un vector de cointegración. El vector de cointegración normalizado se presenta en la ecuación (3):

$$(3) \quad \log(m_t) = -21.82 + 1.82 \log(pib_t) - 0.23 \log\left(\frac{i_t}{1+i_t}\right)$$

(0.09) (0.045)

² λ_{t-1} representa la desviación del equilibrio en el período anterior, la cual está dada por:

$$\log(m_{t-1}) - \beta_1 - \beta_2 \log(pib_{t-1}) - \beta_3 \log\left(\frac{i_{t-1}}{1+i_{t-1}}\right)$$

³ Una práctica común es remover la estacionalidad mediante un método de filtrado (por ejemplo, ARIMAX-11), no obstante, se ha demostrado que esto puede producir varios problemas: predicciones sesgadas a la baja (Franses, 1997), evidencia de cambios estructurales inexistentes (Ermini, 1998), correlaciones espurias (Abeyasinghe, 1994) y falsa inestabilidad en los parámetros (Soto, 2000).

⁴ La serie de numerario parece ser I(2) cuando se realiza el test de raíz unitaria utilizando el método de Dickey-Fuller, resultado que puede estar sesgado por quiebre estructural en las series (Perron, 1989). Al realizar un test de quiebre estructural, identificando como período de quiebre el tercer trimestre de 2000, período en el cual empezaron quiebras bancarias importantes, no se rechaza la hipótesis de que la serie sea I(1).

Como se puede observar, tanto la elasticidad de la demanda de circulante con respecto al PIB y la tasa de interés tienen el signo esperado, y son significativos al 1 por ciento de significancia. El valor del parámetro asociado a la tasa de interés, indica que un aumento de 1% en la tasa de interés disminuye en 0.23 por ciento la demanda de dinero.

El parámetro asociado al PIB indica que un aumento de 4% en la actividad económica genera un incremento de 7.28% en la demanda de equilibrio de circulante real. Es importante mencionar que el valor de este parámetro es alto, tanto desde el punto de vista teórico (Arrau y De Gregorio, 1993) como empírico (Mies y Soto, 2000). En general se espera que este coeficiente sea menor o igual que 1, ya que hay economías de escala en el uso del dinero.

Ecuación de corrección de errores

La relación de equilibrio de largo plazo representada en la ecuación 3, no hace referencia al comportamiento del circulante en el corto plazo y el ajuste hacia dicho equilibrio. Para esto se estima la ecuación 2, con el objetivo de modelar esta dinámica. Por otra parte, para que dicha ecuación sea usada para hacer proyecciones confiables del circulante condicional al producto y la tasa de interés, es necesario que el producto y la tasa de interés cumplan con las condiciones de exogeneidad débil y fuerte (Ericsson, 1992).

La exogeneidad débil implica que el vector cointegrador de la ecuación de demanda por circulante (ecuación 3) no entra en las ecuaciones de corto plazo de producto ni de tasas de interés. Este tipo de exogeneidad permite hacer inferencia estadística estándar sobre los parámetros de la ecuación 2, y es una condición necesaria para la existencia de exogeneidad fuerte.

Por otra parte, la exogeneidad fuerte permite hacer proyecciones de la demanda de circulante sin tomar en cuenta los procesos marginales generadores del producto y la tasa de interés. Ésta requiere la existencia de exogeneidad débil unida al rechazo de la hipótesis de causalidad a la Granger.

En las tablas 5 y 6 del anexo, se presentan los resultados de las pruebas de exogeneidad. Como se puede observar, tanto el producto como la tasa de interés son exógenamente débil y fuerte.

Los resultados obtenidos de la estimación de la ecuación (2) se muestran en la tabla 1:

Tabla 1
Modelo de Corrección de Errores
1994:q1-2007:q1
Variable Dependiente: $Dlog(m_t)$

	Vector de Cointegración de Largo plazo	
Factor de Velocidad de Ajuste c	-0.37	(0.11)
$\log(\text{pib}_t)$	21.82	
$\log(i_t/1+i_t)$	1.82	(0.09)
	-0.23	(0.05)
	Dinámica de Corto Plazo	
c	0.047	(0.010)
$Dlog(\text{pib}_{t-1})$	-0.430	(0.14)
$Dlog(\text{pib}_{t-2})$	-0.510	(0.126)
$Dlog(\text{pib}_{t-5})$	0.193	(0.096)
$Dlog(i_{t-2}/1+i_{t-2})$	0.273	(0.102)
$Dlog(m_{t-2})$	0.287	(0.145)
Dum_1	-0.043	(0.017)
Dum_2	-0.083	(0.023)
Dum_3	-0.129	(0.016)
$Dumbreak$	-0.040	(0.013)
$Dum003$	-0.052	(0.025)

$R^2 = 0.85$

$SER = 0.021$

$DW = 1.88$

Autocorrelación: $LM(4) = 3.64 [0.45]$

Heterocedasticidad: $F_{HT} = 24.39 [0.49]$

Herocedasticidad Condicional Autorregresiva:

$ARCH(4) = 1.78 [0.77]$

Normalidad: $\chi^2_{normalidad} = 0.46 [0.79]$

Nota: -Errores Estándar entre paréntesis en las ecuaciones
-p-value entre corchetes

En la parte superior de la tabla se presenta la relación estimada de equilibrio, ecuación (3), entre la demanda de circulante y sus determinantes, presentada anteriormente.

En la parte intermedia de la tabla se muestra el modelo de corrección de errores estimado correspondiente a la ecuación (2). Como se puede ver, el modelo presenta un buen ajuste de los datos, con una desviación estándar condicional de 2.1 por ciento, menos de la mitad del 5.5 por ciento del error estándar incondicional de la variable dependiente. Además, las pruebas estándar indican que los errores son ruido blanco, y los test de CUSUM (ver gráfico 1 en anexo) muestran que el modelo es estable.

Esta última propiedad es de suma importancia para el manejo de la política monetaria, ya que permite a las autoridades determinar el comportamiento de la

demanda de circulante, observando unas pocas variables, y confiar en que esa relación estructural se mantendrá en el tiempo.

Sorprende observar que la demanda de circulante se ha mantenido, a pesar de que la economía ha pasado por cambios importantes, como el aumento en la apertura comercial; la dolarización de la economía; y la desregulación financiera.

En el modelo, las variables binarias que recogen estacionalidad (Dum1, Dum2 y Dum3) tienen coeficientes negativos, lo que implica que en el cuarto trimestre del año el circulante tiene en promedio una tasa de crecimiento superior al resto de trimestres. Esto es razonable puesto que los agentes demandan más circulante en diciembre debido a las festividades de Navidad y Año Nuevo. Por otro lado, es importante mencionar que la variable Dumbreak tiene asociado un coeficiente negativo, lo cual significa que después de la quiebra bancaria disminuyó la tasa de crecimiento de la demanda de circulante.

Nótese que el coeficiente asociado al desvío de la relación de equilibrio es negativo y además está ubicado en el rango 0 a -2. Esto significa que cuando la demanda de circulante es mayor que lo establecido por sus

determinantes, aquella disminuye el siguiente período para reducir el desequilibrio. De hecho, el ajuste medio del modelo hacia el equilibrio de largo plazo se da en trimestre y medio, mientras que el 90 por ciento del ajuste se da en cinco trimestres.

IV. Conclusiones

Las estimaciones muestran una relación de largo plazo entre el circulante, el PIB y la tasa de interés. Dado que el PIB real y la tasa de interés son exógenamente débiles y fuertes, se pudo estimar una ecuación de corrección de errores, la cual es útil para realizar proyecciones trimestrales del circulante y hacer inferencia eficiente sobre los parámetros del modelo.

La ecuación de corrección de errores estimada presenta un buen ajuste a los datos; la convergencia hacia el equilibrio de largo plazo es bastante rápida; y no se rechaza la hipótesis de estabilidad, lo cual significa que dicha demanda depende de pocas variables (a saber, el producto real y la tasa de interés), y que además los coeficientes de impacto son constantes a lo largo del tiempo.

Anexo

Método de Johansen

El análisis de integración de las series indica que todas las variables son I(1) en la frecuencia anual, por tanto es posible que estas variables cointegren a esta frecuencia.

Para determinar las relaciones de cointegración estimamos un modelo general de corrección de errores (MVCE) dado por (Johansen 1995):

$$(4) \Delta X_t = \alpha \begin{pmatrix} \beta' \\ \mu_1 \\ \delta_1 \end{pmatrix} X_{t-k} + \sum_{i=1}^{k-1} \Gamma_i \Delta X_{t-i} + \alpha \perp \mu_2 + \alpha \perp \delta_2 + \Psi Dum_t + \varepsilon_t$$

donde, $X_t' = [\log(m_t), \log(pib_t), \log(i_t/1+i_t)]$, β es la matriz de parámetros de cointegración, α es la matriz de parámetros de velocidad de ajuste, $\alpha\mu_1$ y $\alpha\delta_1$ miden el efecto de los componentes determinísticos en

las propiedades de largo plazo del modelo, $\alpha \perp \mu_2$ y $\alpha \perp \delta_2$ capturan el efecto de los componentes determinísticos en los componentes de tasa de crecimiento del modelo, Γ es un vector de parámetros de corto plazo, Ψ es un vector de parámetros de variables dummies estacionales y ε_t es un vector de errores Gaussiano independiente idénticamente distribuido con media cero y varianza Λ . La representación dada por (4) describe la evolución del vector de variables X_t , como función de los desequilibrios de las relaciones de largo plazo y de la evolución de las tendencias comunes ΔX_{t-k} . Nótese también que (4) es una re-expresión de la ecuación (2) mostrada al comienzo del documento.

En la estimación de los vectores de cointegración se impusieron las restricciones $\delta_i = 0, \mu_i \neq 0$, sobre los elementos determinísticos de la ecuación dado que todas las variables son I(1) con drift, y además, se utilizó $k=5$, ya que éste asegura que ε_t sea aproximadamente Gaussiano.

Tabla 2
HEGY Seasonal Unit Root Tests
1994:q1-2007q1

	Parte Determinística	Rezagos Variable Dependiente	Valores en la Muestra				
			t	t	t	t	F
			π_1	π_2	π_3	π_4	$\pi_3 \cap \pi_4$
log(m_t)	C, Dum ₁ ,	0	-3.08	-3.59*	-8.57*	-3.13*	36.77*
	Dum ₃		(-3.71)	(-3.08)	(-3.66)	(-1.91)	
log(pib_t)	C, Dum ₄	1,7	-0.39	-4.87*	-3.71*	-1.89*	6.89*
			(-3.08)	(-3.04)	(-3.61)	(-2.37)	
log($i_t/1+i_t$)	C, T,Dum ₁ ,	1,7	-1.56	-4.22*	-2.15	-0.12	2.30
	Dum ₂ , Dum ₃		(-3.71)	(-3.08)	(-3.66)	(-2.26)	

Nota: * Indica rechazo de la hipótesis nula al 5% de significancia

Valores Críticos entre paréntesis tomados de Hylleberg, Engle, Granger y Yoo (HEGY, 1990).

Para lograr errores bien comportados, la regresión fue aumentada en su parte determinística con constante (C) y tendencia (T) y/o dummies estacionales determinísticas.

Tabla 3
Prueba de Cointegración de Johansen
1996:q1-2006:q3

Hipótesis Nula	Hipótesis Alternativa		Valor Crítico 5%
λ_{trace} Test		λ_{trace} Value	
$r=0$	$r>0$	40.39*	29.79
$r\leq 1$	$r>1$	13.87	15.49
$r\leq 2$	$r>2$	0.76	3.84
λ_{max} Test		λ_{max} Value	
$r=0$	$r=1$	26.52*	21.13
$r=1$	$r=2$	13.11	14.26
$r=2$	$r=3$	0.76	3.84

Nota: * Indica rechazo de la hipótesis nula al 5% de significancia

Tabla 4
Prueba de Cointegración de Johansen
1994:q1-2007:q1

Hipótesis Nula	Hipótesis Alternativa		Valor Crítico 5%
λ_{trace} Test		λ_{trace} $-(T-mn)\Sigma\ln(1-\lambda)$	
$r=0$	$r>0$	0.50 51.65*	42.92
$r\leq 1$	$r>1$	0.26 19.13	25.87
$r\leq 2$	$r>2$	0.10 4.84	12.52
λ_{max} Test		λ_{max} $-(T-mn)\ln(1-\lambda)$	
$r=0$	$r=1$	0.50 32.52*	25.82
$r=1$	$r=2$	0.26 14.29	19.39
$r=2$	$r=3$	0.10 4.84	12.52

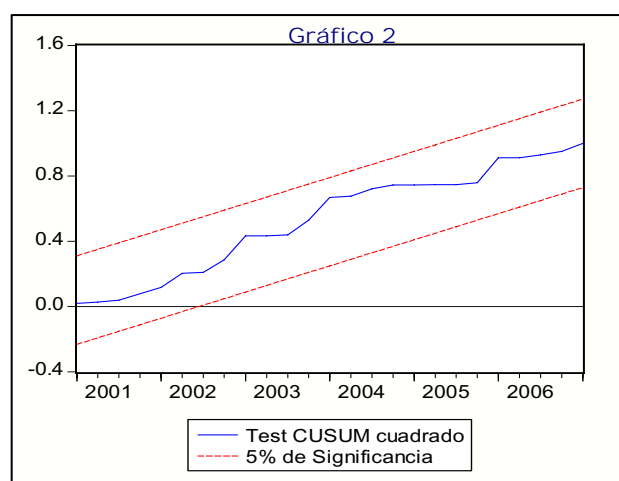
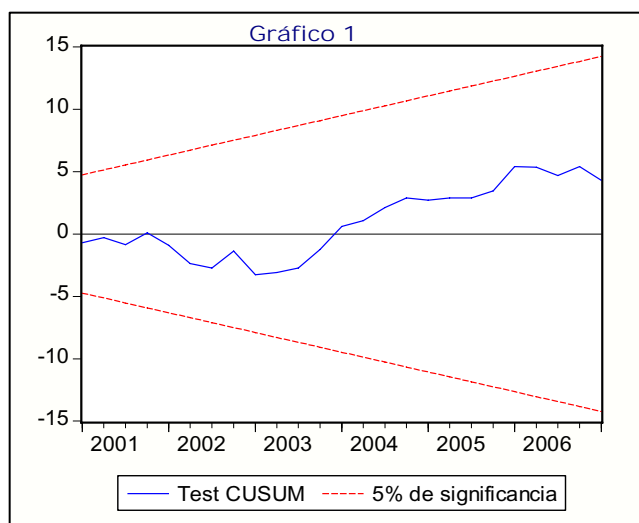
Nota: * Indica rechazo de la hipótesis nula al 5% de significancia

Tabla 5
Test de Causalidad a la Granger
1994:q1-2007:q1

Hipótesis nula	Rezagos	χ^2	Valor p
Dlog(m_t) no causa a la Granger a Dlog(pib_t)	5	5.73	0.33
Dlog(m_t) no causa a la Granger a Dlog($i_t/1+i_t$)	5	6.36	0.27

Tabla 6
Test de Exogeneidad Débil
1994:q1-2007:q1

Hipótesis nula	t	Valor p
$\log(pib_t)$ es exógena débil	0.20	0.84
$\log(i_t/1+i_t)$ es exógena débil	0.65	0.52



Bibliografía

Abeysinghe, T. (1991). "Inappropriate Use of Seasonal Dummies in Regression " *Economics Letter*, 36(2): 175-179.

Abeysinghe, T. (1994). "Deterministic Seasonal Models and Spurious Regresión." *Journal of Econometrics*, 61(2): 259-272.

Adam C. (2000). "La Demanda de Dinero por Motivo de Transacción en Chile." *Economía Chilena*, 3(3):33-56.

Arrau P. y De Gregorio J. (1993). "Financial Innovation and Money Demand: Application to Chile and Mexico." *Review of Economics and Statistics*, 75: 524-530.

Ericsson (1992). "Cointegration, Exogenety, and Policy Analysis: An Overview." *Journal of Policy Modeling*, 14(3): 251-280.

Ermini, L. (1998). "A Tale of Three Seasonal Adjustment Procedures: the Case of Sweden's GDP." Mimeo Stockholm School of Economics.

Goldfeld, S. M. (1976). "The Case of Missing Money." *Brookings Papers on Economic Activities*, 3: 638-730.

Hylleberg, S., Granger, R., Granger C. W. J. y Yoo B. S (1990). "Seasonal Integration and Co-integration." *Journal of Econometrics*, 44(1): 215-238.

Johansen, S. (1995). "Likelihood-Basesd Inference in Cointegrated Vector Autoregressive Models." Oxford, Inglaterra: Oxford University Press.

Soto R. (2000). "Ajuste Estacional e Integración en Variables Macroeconómicas." *Cuadernos de Economía*, 116: 135-155.

Soto R. y Tapia M. (2000). "Cointegración Estacional y la Demanda de Dinero." *Economía Chilena* 3(3): 57-71.

Svensson, L. P. (1985). "Money and Asset Prices in a Cash-In-Advance Economy." *Journal of Political Economy*, 93: 919-944.

Walsh, C. (1998). "Monetary Theory and Policy." Cambridge, EE.UU., MIT Press.

