

---

## CONSEJO EDITORIAL

NINA CONRADO  
Gerente de Estudios Económicos

RIGOBERTO CASTILLO  
Jefe de Unidad de Investigaciones Económicas

El *Boletín Trimestral* es publicado tres 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  
Diagramación: Jenny Rivera N.

---

## ÍNDICE

VI	PREFACIO
VII	RESUMEN EJECUTIVO
	<b>SECCIÓN I</b>
1	CONTEXTO INTERNACIONAL
	<b>SECCIÓN II</b>
5	ACTIVIDAD ECONÓMICA
5	Demanda agregada
8	Oferta agregada
10	Inflación
12	Empleo de los afiliados al INSS
13	Salarios
	<b>SECCIÓN III</b>
14	ENTORNO MONETARIO
14	Manejo de política monetaria
15	Panorama monetario
16	Agregados monetarios
17	Encaje legal
17	Mercado cambiario
18	Sistema financiero
19	Tasas de interés

## TABLAS

1	Tabla I-1	Wold Economic Outlook (WEO)
12	Tabla II-1	Supuestos de la proyección de la inflación
15	Tabla III-1	Panorama monetario del Banco Central de Nicaragua

## GRÁFICOS

1	Gráfico I-1	Producto interno bruto
1	Gráfico I-2	Tasa de desempleo
2	Gráfico I-3	Índice de confianza del consumidor global
2	Gráfico I-4	Confianza de los consumidores en Estados Unidos
3	Gráfico I-5	Inflación interanual
3	Gráfico I-6	Inflación en Latinoamérica
3	Gráfico I-7	Índice de precio de alimentos del FMI y tipo de cambio dólar
3	Gráfico I-8	Tasas de interés: Principales bancos centrales
5	Gráfico II-1	PIB por componentes de demanda (contribuciones marginales)
5	Gráfico II-2	PIB por componentes de demanda (variación interanual)
6	Gráfico II-3	Remesas, crédito de consumo e hipotecario
6	Gráfico II-4	Importaciones de bienes de consumo
6	Gráfico II-5	Importaciones de bienes de consumo duraderos
7	Gráfico II-6	Importaciones de metales utilizados en la construcción
7	Gráfico II-7	Producción de bloques y cemento
7	Gráfico II-8	Exportaciones y precios de exportaciones de mercancías
7	Gráfico II-9	Exportaciones de manufacturas y productos agropecuarios
7	Gráfico II-10	Exportaciones de textiles de zonas francas
8	Gráfico II-11	Bienes importados
8	Gráfico II-12	Bienes importados de consumo intermedio
8	Gráfico II-13	PIB por actividad económica
8	Gráfico II-14	IMAE
8	Gráfico II-15	IMAE de actividades primarias
9	Gráfico II-16	Área sembrada en el III trimestre
9	Gráfico II-17	IMAE de actividades industriales
9	Gráfico II-18	Consumo de vestuario y calzado en EEUU
9	Gráfico II-19	Indicador de rentabilidad del sector industrial
10	Gráfico II-20	IMAE de la construcción
10	Gráfico II-21	Índice de precio de materiales de construcción
10	Gráfico II-22	Margen de comercialización y distribución
10	Gráfico II-23	IMAE de comercio
11	Gráfico II-24	Índice de precios mundiales de alimentos
11	Gráfico II-25	Precios de petróleo y derivados
11	Gráfico II-26	Brecha del producto

11	Gráfico II-27	Inflación general acumulada
12	Gráfico II-28	Inflación general y subyacente
12	Gráfico II-29	Empleo del INSS
13	Gráfico II-30	Empleo sectorial del INSS
13	Gráfico II-31	Salario promedio real INSS, Nacional y Gobierno Central
13	Gráfico II-32	Índice de salario real sectorial
13	Gráfico II-33	Índice de salario real de sectores con rezagos
14	Gráfico III-1	Cartera de crédito bruta
14	Gráfico III-2	Cartera de crédito en riesgo
15	Gráfico III-3	Depósitos totales en el Sistema Financiero
16	Gráfico III-4	Deuda interna del BCN
16	Gráfico III-5	Subastas Competitivas de Letras del BCN
17	Gráfico III-6	Agregados monetarios ampliados
17	Gráfico III-7	Agregados monetarios por rubro
17	Gráfico III-8	Tasa de depósitos de encaje en el BCN
18	Gráfico III-9	Tipos de cambio
18	Gráfico III-10	Fuentes y usos del sistema financiero
18	Gráfico III-11	Depósitos totales por plazo
19	Gráfico III-12	Cartera bruta de crédito por sector
19	Gráfico III-13	Disponibilidades totales por rubro
19	Gráfico III-14	Inversiones totales por instrumento
20	Gráfico III-15	Tasas de interés del Sistema Financiero
20	Gráfico III-16	Tasas de interés activa y pasiva promedio

21	<b>ABREVIATURAS</b>
----	---------------------

---

## Prefacio

El boletín económico trimestral tiene como objetivos principales: (i) presentar una panorámica general del entorno internacional, (ii) brindar una visión general de la evolución reciente y perspectivas de la actividad económica, (iii) explicar la evolución de la inflación y su comportamiento esperado, (iv) exponer las principales decisiones en materia de política monetaria y cambiaria y (v) generar información útil para la formulación de los agentes económicos en materia de política monetaria, cambiaria y desempeño de la actividad económica e inflación.

Cabe señalar que a partir de este boletín, el consejo editorial consideró apropiado poner un mayor énfasis en el análisis de la evolución y perspectivas de la actividad económica e inflación. Debido a lo anterior, gran parte de la información referente a balanza de pagos y resultados fiscales, expresada en términos nominales, se adecuó para describir el comportamiento de la Demanda Agregada. Asimismo, a fin de mejorar la oportunidad de las futuras publicaciones del boletín, el análisis de la actividad económica se realiza con indicadores y resultados de modelos más que con las cifras de cierre de todos los sectores de la economía. Cabe señalar que el tipo de información y análisis del sector externo y fiscal presentado en los boletines anteriores serán retomados en reportes trimestrales sectoriales, mismos que, al igual que series estadísticas, el lector puede encontrar en la página web del Banco Central, una vez que se cuente con la información trimestral de los mismos.

## Resumen ejecutivo

La recuperación gradual que ha presentado la economía mundial ha coadyuvado al mejor desempeño de las exportaciones nicaragüenses durante el tercer trimestre. No obstante los signos de mayor dinamismo de las principales economías del mundo aún persisten preocupaciones significativas en torno a los altos niveles de desempleo y la sostenibilidad de este impulso, el cual se ha favorecido significativamente de los enormes estímulos fiscales. Adicionalmente, el alza en el precio de los combustibles y alimentos provocó un leve repunte en la inflación internacional, sin que ello aún represente presiones inflacionarias significativas que conlleven, al menos en el corto plazo, a una reversión de la política monetaria laxa implementada por estas economías.

La economía doméstica ha reaccionado positivamente a la mayor demanda mundial a través de un repunte significativo de las exportaciones, no obstante todavía se observan caídas importantes en remesas e inversión extranjera directa que mantienen bajos los flujos de gasto interno. Si bien las exportaciones se han recuperado, la formación bruta de capital se ha deteriorado más allá de lo previsto en el informe publicado en julio, por lo que se realizó una revisión hacia la baja para el comportamiento de la actividad económica, la cual se estima caerá en 1.5 por ciento en 2009. Para el tercer cuarto del año, estimaciones preliminares del PIB trimestral apuntan a una caída de promedio anual de 1.2 por ciento (-0.6% en el segundo trimestre) y a un crecimiento interanual de 0.7 por ciento (-5.7% en el segundo trimestre). Este impulso está generado por el crecimiento de las exportaciones de productos manufacturados, especialmente en textiles, los que han más que compensado los menores envíos al exterior de productos agropecuarios. Por su parte, la menor absorción (consumo+formación bruta de capital+variación de existencia) está en línea con caídas importantes en el ritmo de construcción privada, crédito y remesas. Sin embargo, cabe señalar que existen señales positivas en materia de construcción, tales como una recuperación en las importaciones de materiales de construcción y producción de bloques y cementos, en términos interanuales. Detrás del componente de la absorción, la mayor caída se presenta en la formación bruta de capital, la cual continúa asociada a las bajas entregas de crédito, rezagos en la inversión real pública y menores flujos de inversión extranjera, comportamientos que a su vez, en parte, son el reflejo

de la incertidumbre en términos de la profundidad y duración de la crisis.

En el tercer trimestre, el número promedio de afiliados se estabilizó en términos interanuales, luego de caídas pronunciadas desde 2008. Así, la tasa de crecimiento promedio fue 1.4% (9.2% en el primer trimestre de 2008). La estabilización en la tasa de crecimiento del número de afiliados se presentó en un contexto de mayores salarios reales, impulsados tanto por niveles nominales más altos y una inflación promedio anual decreciente.

Cifras preliminares del PIB sugieren que, durante el tercer trimestre, los sectores económicos que presentaron un repunte interanual fueron el primario y la industria manufacturera, mientras la construcción continuó presentando la mayor caída y el comercio cayó, pero a menor ritmo.

La tendencia ciclo del IMAE señala que en el sector primario, el pecuario y la pesca presentan los mayores repuntes, mientras la agricultura aún permanece en tasas de crecimiento cercanas a cero. Similarmente, el índice de actividad económica industrial sugiere un cambio sustancial en la tendencia de las actividades industriales, la que ha sido acompañada de una mayor producción de textiles, principalmente. Esto último podría asociarse al incremento en la demanda de vestuario y calzado en los Estados Unidos, que es nuestro principal destino de exportaciones de textiles.

El índice de precios al consumidor frenó la caída que traía desde agosto 2008, situándose en noviembre en 0.5 por ciento. Así, la inflación acumulada a dicho mes alcanzó 0.7 por ciento. El leve repunte en los precios domésticos se ha debido al alza del precio del petróleo y derivados, principalmente, así como una recuperación de los precios de alimentos, al tiempo en que variables asociados a la demanda sugieren una ligera reducción en la brecha del producto. Sin embargo, cabe señalar que los niveles observados en estas variables distan aún del promedio del año pasado. La nueva proyección es de 1.0 por ciento (2.6% en julio) con ligero sesgo hacia la baja. Este comportamiento es consistente con una menor brecha del producto y un repunte en el precio de petróleo y alimentos menor que el previsto en la proyección realizada en el mes de julio.

El impacto directo de la crisis sobre el sistema financiero nacional ha sido reducido dado que los bancos nacionales no están expuestos a activos tóxicos ni tampoco han sufrido recortes importantes de líneas de crédito internacionales. Sin embargo, las políticas implementadas por el sistema financiero para enfrentar la crisis conllevaron, como en muchos países de Latinoamérica, a una fuerte contracción del crédito y un mayor aprovisionamiento de liquidez. Este accionar del sistema financiero estuvo asociado a la desaceleración de la actividad económica y a un deterioro de la capacidad de los deudores para servir sus deudas.

En materia de política monetaria, el Banco Central continuó orientando sus instrumentos a evitar fluctuaciones bruscas en el nivel y volatilidad de las reservas internacionales. Al mes de septiembre, las reservas brutas ascendieron a 1,394.3 millones de

dólares, que equivalían a 3.1 veces la base monetaria y 4.8 meses de importación. El encaje legal se mantuvo en 16.25 por ciento de las obligaciones con el público y el deslizamiento permaneció en 5 por ciento anual.

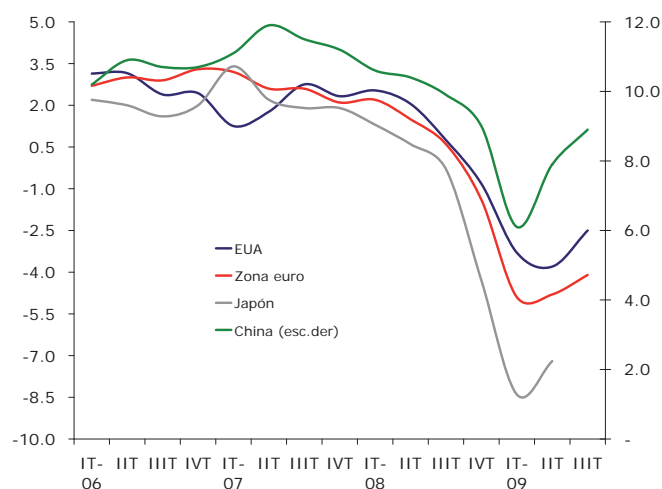
Finalmente, el aumento en las reservas internacionales se debió principalmente a la asignación, por parte del FMI, de 105 millones de Derechos Especiales de Giro, equivalentes a 164.4 millones de dólares. Adicionalmente, consistente con lo programado, el Gobierno acumuló recursos en el BCN, por el equivalente a 27.1 millones de dólares. En materia de operaciones de mercado abierto, se redimieron 2.7 millones de dólares y este trimestre ya refleja un punto de inflexión en que se pasó de realizar colocaciones netas durante el primer semestre a un proceso de reducción de deuda, proceso que se espera se consolide en el cuarto trimestre.

## Sección I

## Contexto internacional

Durante el tercer trimestre, el desempeño económico de las principales economías fue alentador, al mostrar señales de recuperación. La economía estadounidense presentó por primera vez, desde el segundo trimestre de 2008, un crecimiento intertrimestral positivo de 0.8 por ciento. Asimismo, las economías de la zona del euro exhibieron un mejor desempeño, medido a través de la tendencia del índice de la producción industrial, el cual se incrementó 0.6 por ciento en promedio mensual. Por su parte, la producción industrial de la economía de Japón promedió un crecimiento intermensual de 0.9 por ciento, luego de resultados negativos en los primeros meses del año.

Gráfico I-1  
Producto interno bruto  
(variación porcentual interanual)



Fuente: Bancos centrales

Esto ha mejorado las perspectivas del panorama económico internacional para el resto del año, pero sobre todo para 2010. De acuerdo con publicación del Fondo Monetario Internacional del mes de septiembre, se estima un menor deterioro de la actividad económica mundial para 2009 y mayor crecimiento en 2010, en comparación con las perspectivas económicas publicadas en el mes de julio. No obstante, existe amplio consenso de que la recuperación de las economías desarrolladas no es sólida, por cuanto aún persisten problemas en el mercado laboral de dichas

economías y los consumidores están manejando sus gastos con mucha cautela. De esta manera, los riesgos de un retroceso de las economías están latentes, mayores aún, ante la incertidumbre de aplicación de nuevos estímulos fiscales y monetarios.

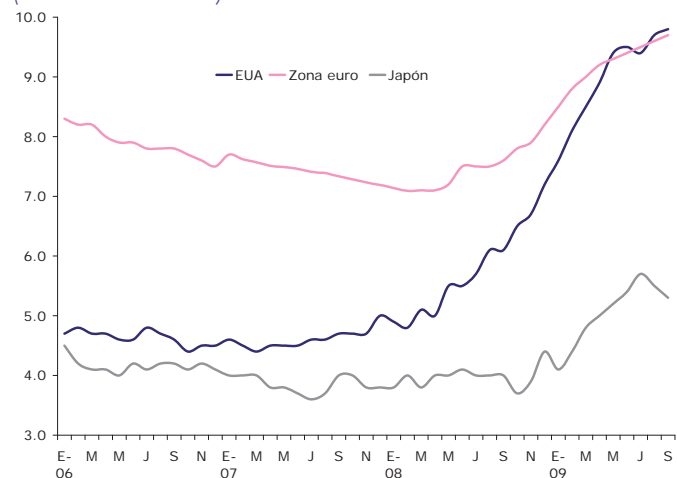
Tabla I-1  
World Economic Outlook (WEO)

Conceptos	2009		2010	
	Jul-09	Ago-09	Jul-09	Ago-09
<b>Indicadores macroeconómicos</b>				
Crecimiento del PIB Real mundial	-0.8%	-1.3%	2.1%	2.9%
Crecimiento del PIB Real de EEUU	-2.6%	-2.9%	0.2%	1.2%
Crecimiento del PIB Real de la Zona Euro	-3.2%	-4.2%	0.0%	0.0%
Tasa de inflación (IPC) Economías Avanzadas	-0.3%	0.0%	0.5%	1.0%
Crecimiento del comercio mundial (ByS)	-7.7%	-12.4%	1.3%	1.2%

Fuente: FMI

En Estados Unidos y la Zona Euro, la tasa de desempleo continuó ascendiendo durante el período. En el mes de septiembre ésta se ubicó en 9.8 y 9.7 por ciento respectivamente, siendo para el caso de los Estados Unidos la más alta registrada en los últimos 26 años. En cambio, la tasa de desempleo en Japón que en el mes de julio ascendía a 5.7 por ciento, descendió gradualmente para finalizar en 5.3 por ciento en septiembre.

Gráfico I-2  
Tasa de desempleo  
(variación interanual)

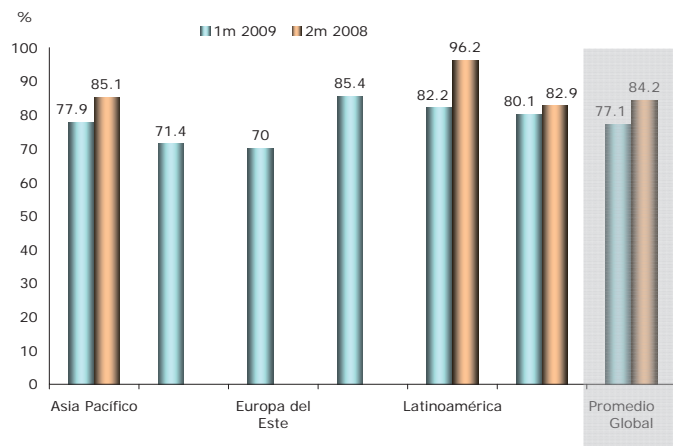


Fuente: Eurostat, Econoday

Basado en el más reciente estudio publicado por la Nielsen Company<sup>1</sup>, la confianza del consumidor a nivel global cayó aproximadamente 7 puntos porcentuales durante el primer semestre del año con respecto al registrado en el segundo término de 2008, mientras que en términos interanuales la reducción fue 11 por ciento. Las mayores disminuciones en la confianza de los consumidores se han presentado en los países latinoamericanos, siendo ésta aproximadamente dos veces mayor que la registrada en los consumidores de las economías desarrolladas como Estados Unidos y Europa.

No obstante, durante este tercer trimestre se estima que el nivel de confianza global se vio incrementado. De manera particular, la economía estadounidense mostró en este período un aumento de 3.5 puntos porcentuales en el nivel de confianza de sus consumidores con respecto al trimestre anterior, lo cual se reflejó en un leve aumento de 1.5 por ciento en el gasto de consumo personal. Esta recuperación en la confianza de los consumidores es probable que haya generado cierto dinamismo en la demanda agregada mundial denotado en el mejoramiento de los indicadores de comercio mundial.

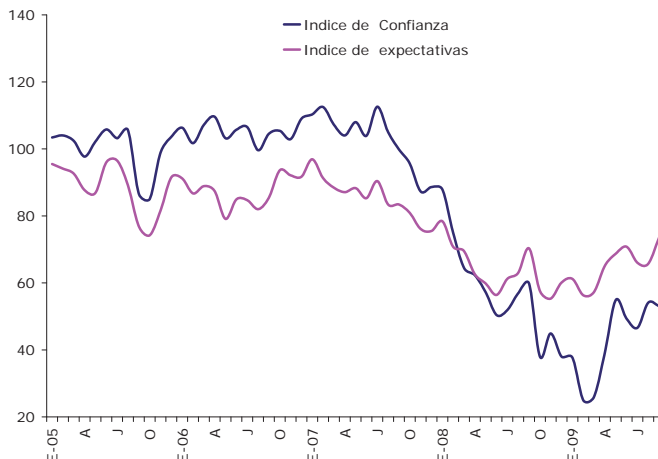
Gráfico I-3  
Índice de Confianza del consumidor global



Fuente: www.nielsen.com

1 The Nielsen Company es una compañía global de información y medios, líder en el mercado y con marcas reconocidas en el sector de la mercadotecnia e información del consumidor. El indicador monitorea entre más de 25 mil usuarios de Internet localizados en 50 mercados de Asia Pacífico, Europa, Latinoamérica, Norteamérica y Medio Oriente (sitio web www.nielsen.com).

Gráfico I-4  
Confianza de los consumidores en Estados Unidos



Fuente: Economagic, Econoday

Las exportaciones en muchas economías mostraron recuperación. Así, Estados Unidos registró un crecimiento intertrimestral de 4.6 por ciento en las exportaciones de bienes y servicios, luego de bajas continuas a lo largo del año. Por su parte, la economía de Japón logró por segundo trimestre aumentar sus exportaciones reales en más de 10 por ciento.

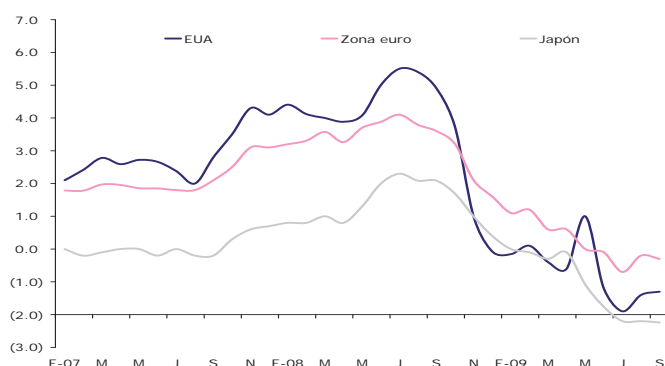
A nivel de las economías emergentes, éstas se favorecieron del aumento de la demanda de las principales economías, mostrando igualmente repuntes significativos en sus exportaciones. De manera particular, las exportaciones de China registraron un cambio de tendencia a partir del mes de junio, fecha en que se adoptaron medidas para promocionar el sector exportador, tales como el aumento de la tasa de devolución fiscal a las exportaciones. Esto ha ayudado a alcanzar un crecimiento interanual de 21.9 por ciento, luego que en los primeros meses del año las exportaciones cayeron 17 por ciento, en promedio.

La recuperación del sector exportador y la adopción de estímulos a la demanda interna, por parte de las autoridades chinas, están dando sus frutos. En el tercer trimestre, el crecimiento económico de China fue 8.9 por ciento, frente al 7.9 por ciento en el trimestre anterior, siendo superior a lo esperado por las autoridades para dicho período (8%). Con estos resultados las autoridades esperan que la economía china alcance su meta anual de crecimiento establecida en 8 por ciento para 2009.

En materia de inflación, en ciertas economías los precios de los bienes de consumo experimentaron

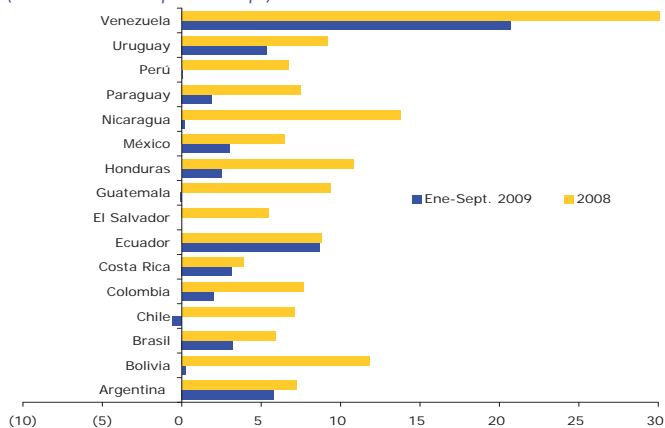
leves aumentos durante el presente período. En Estados Unidos, el índice de precio al consumidor, en el período enero-septiembre, aumentó mensualmente 0.3 por ciento, al punto de acumularse una inflación de 2.73 por ciento (4.16% en igual período de 2008). En cambio en la Zona Euro, el ritmo de la inflación mensual ha sido baja (0.03% en promedio), acumulándose en el período una tasa de 0.23 por ciento, la más baja en los últimos quince años.

Gráfico I-5  
Inflación interanual  
(variación porcentual interanual)



En los países latinoamericanos, si bien la inflación promedio acumulada a la fecha ha sido baja, alrededor del 3.5 por ciento, y menor a la registrada en 2008 (9.5%), aún existen países en la región que enfrentan problemas estructurales para controlar los procesos inflacionarios en sus economías, especialmente Venezuela, quién registró la mayor tasa inflacionaria en la región (20.7%).

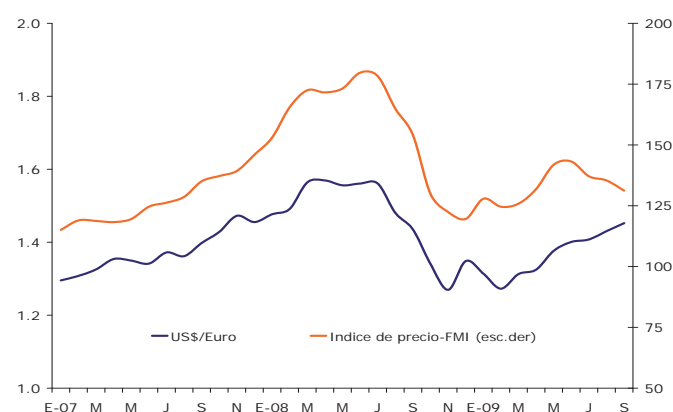
Gráfico I-6  
Inflación en Latinoamérica  
(acumulada en porcentaje)



Un factor que continúa afectando la inflación en la mayoría de los países latinoamericanos es sin duda el repunte de los precios de materias primas, principalmente el petróleo, cuya tendencia alcista en el trimestre se

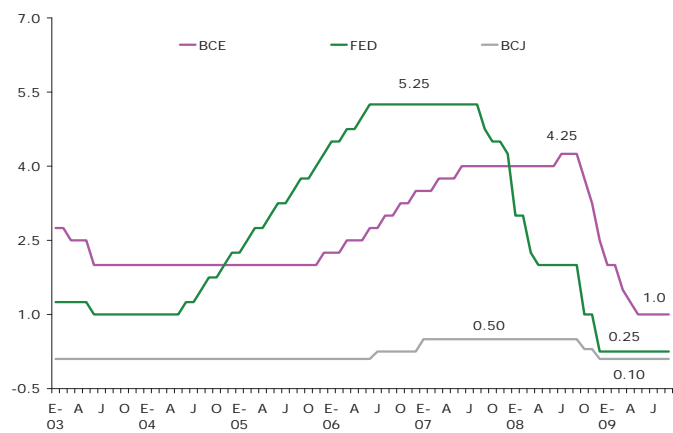
asocia a las expectativas positivas de la economía mundial, y en menor grado a la depreciación del dólar estadounidense. Durante el año, el comportamiento del índice de precio de los alimentos del FMI fue creciente al compararlo con el nivel con que éste finalizó en 2008. La inflación acumulada de los alimentos fue 9.7 por ciento. No obstante, en términos interanuales, los precios de los alimentos siguen siendo menores al promedio de 2008.

Gráfico I-7  
Índice de precio de alimentos del FMI y tipo de cambio dólar por euro.



Dado el contexto internacional de baja inflación y débil desempeño económico, las acciones de políticas económicas en los países desarrollados se han orientado a promover el crecimiento mediante la aplicación de programas de estímulos fiscales y monetarios. Los principales bancos centrales continuaron manteniendo sus tasas de interés de referencia en niveles bajos y estables, tal como se muestra en la gráfica de abajo.

Gráfico I-8  
Tasas de interés: Principales bancos centrales  
(porcentaje)



Fuente: Econoday

En el caso de Latinoamérica, algunos países que implementan política monetaria basada en metas de inflación están reduciendo sus tasas de interés, debido en parte a las bajas presiones inflacionarias existentes. Brasil, a partir de enero, inició un proceso de reducción de su tasa monetaria, ubicándose la misma en 9,25 por ciento, la tasa más baja de su historia, a fin de revertir la profunda caída de la actividad económica observada desde mediados de 2008.

En general, las perspectivas económicas para el cuarto trimestre a nivel mundial, son menos negativas que las contempladas a mediados de año. Sin embargo, persisten riesgos de que el panorama global se deteriore o estanque producto de una demanda privada estática y/o restringida ante limitaciones de acceso y disponibilidad de financiamiento externo e interno en las principales economías desarrolladas. El escenario de 2010, tal como lo prevé el FMI, será de un crecimiento mundial de 2.9 por ciento, en el cual contribuirá de manera importante la recuperación del dinamismo del comercio mundial.

Para América Latina, la recuperación en el año se ve sombría, misma que, en muchos países, depende del

desempeño económico del principal socio comercial, Estados Unidos. Para la región, la crisis se ha materializado en un mayor costo de financiamiento externo, reducción de los volúmenes de exportaciones, menores precios de exportaciones, una baja importante en los flujos de remesas familiares y menores ingresos de turismo. Según la CEPAL, en 2009 el crecimiento económico de América Latina y el Caribe experimentará una caída de 1.8 por ciento con respecto a 2008 y para 2010 se espera un crecimiento moderado de 4.1 por ciento. No obstante, los riesgos en 2010 estarán latentes y dependerán de la fortaleza que muestren las economías avanzadas.

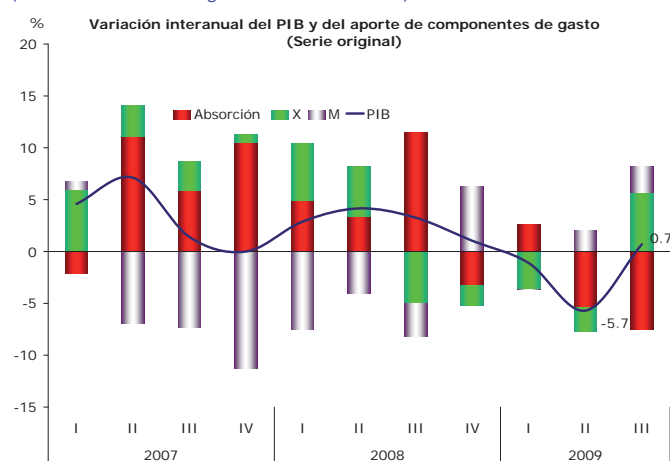
Para la región centroamericana, las perspectivas para 2010 son más conservadoras que las consideradas para el resto de países de Latinoamérica. Esto en parte por la baja diversificación de mercados para sus exportaciones, mercados internos relativamente pequeños, y en algunos de estos países por la alta dependencia de los flujos de cooperación externa internacional, que ante las dificultades que actualmente enfrentan los principales cooperantes en sus economías, es de esperarse que la disponibilidad de estos recursos se vea limitada.

## Sección II

## Actividad económica

En consonancia con las señales de recuperación de la demanda externa relevante para Nicaragua, las exportaciones impulsaron la recuperación de la actividad económica en el tercer trimestre, impulso que se vio contrarrestado parcialmente por una mayor contracción de la absorción. Así, estimaciones preliminares del PIB indican que en el tercer trimestre éste creció 0.7 por ciento en términos interanuales.

Gráfico II-1  
PIB por componentes de demanda  
(contribuciones marginales interanuales)



Fuente: BCN

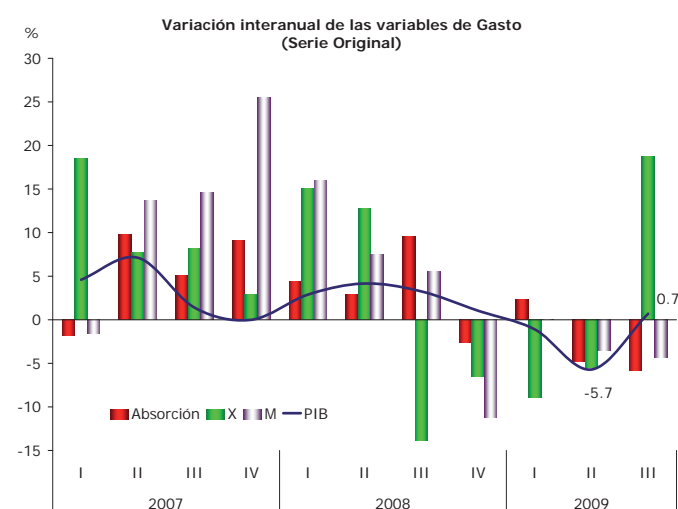
En la publicación del segundo boletín económico, la proyección del escenario base sugería una caída de 1 por ciento en la actividad económica con sesgo hacia la baja. Si bien la economía internacional ha presentado signos de recuperación que están mejorando el desempeño de las exportaciones, se han materializado los riesgos que apuntaban a una mayor caída de la inversión, lo que ha conllevado a una revisión de la proyección hacia la baja. Así, se proyecta una caída de la actividad económica de 1.5 por ciento, lo que está en línea con la caída promedio anual observada al tercer trimestre (-1.2%).

Por su parte, la nueva proyección de la inflación es 1.0 por ciento en el escenario base (2.6% en el boletín del segundo trimestre). Nuevamente, el balance de riesgos es sesgado hacia la baja, con una alta probabilidad de observar inflaciones menores a uno por ciento.

## Demanda agregada

La tasa de crecimiento del PIB trimestral (PIB) presentó una recuperación luego de cuatro trimestres consecutivos de mostrar tasas descendentes, incluyendo dos negativas, según las cifras preliminares publicadas del PIB en el mes de diciembre 09. Las exportaciones explican este cambio en la tendencia interanual, mientras la absorción continuó cayendo, impulsado principalmente por la persistente contracción de la inversión, no obstante ésta ha disminuido el ritmo de caída.

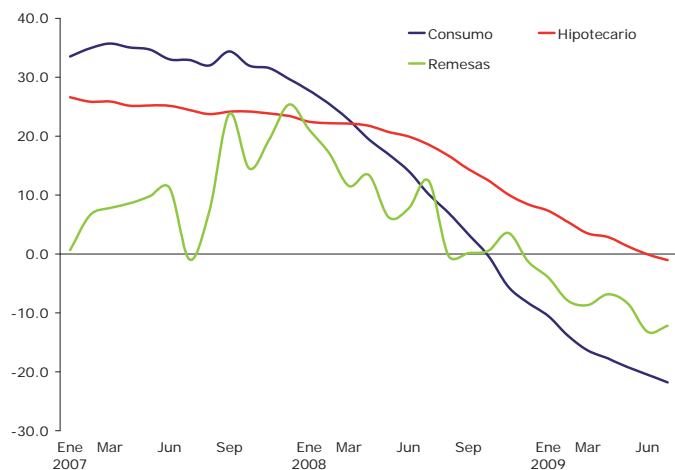
Gráfico II-2  
PIB por componentes de demanda  
(variación interanual)



Fuente: BCN

El comportamiento de los principales determinantes de la absorción se encuentra en línea con las estimaciones preliminares realizadas por el BCN. Las remesas y el crédito, las variables más importantes para explicar el comportamiento del consumo privado (después del PIB) continúan con tasas decrecientes. El crédito acumuló seis trimestres de reducciones en su tasa de crecimiento y tres de presentar caídas interanuales, aunque cada vez a menor ritmo. Así, el crédito al consumo, expresado en dólares, presentó a septiembre una caída interanual de 20.5 por ciento (-16.0% en junio). Por su parte, las remesas promedio del tercer trimestre cayeron 11.31 por ciento (-7.8% en el segundo trimestre).

Gráfico II-3  
Remesas, crédito de consumo e hipotecario  
(variación interanual en porcentaje)

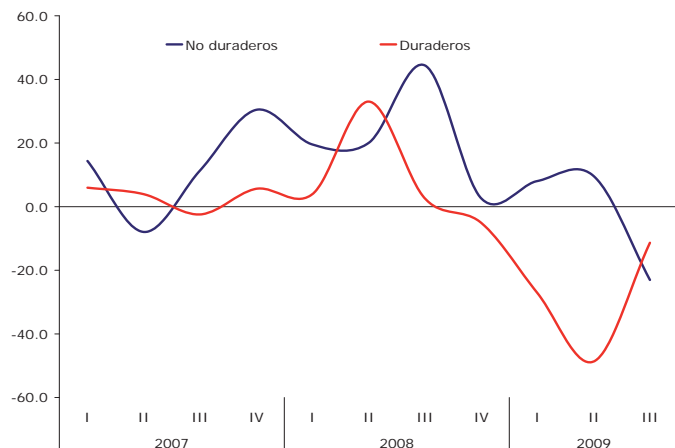


Fuente: SIBOIF y BCN

Consistente con la caída de la absorción, las importaciones nominales de bienes de consumo aceleraron su caída, al pasar éstas de 5.2 en el segundo trimestre a 21.2 por ciento en el tercero. Este comportamiento se originó en la caída en la importación de bienes no duraderos (-23.1% en el tercer trimestre vs. 9.58% en el segundo), la que es la primera desde el segundo trimestre de 2007. Por su parte, las importaciones nominales de bienes duraderos ya alcanzaron un año de caídas consecutivas.

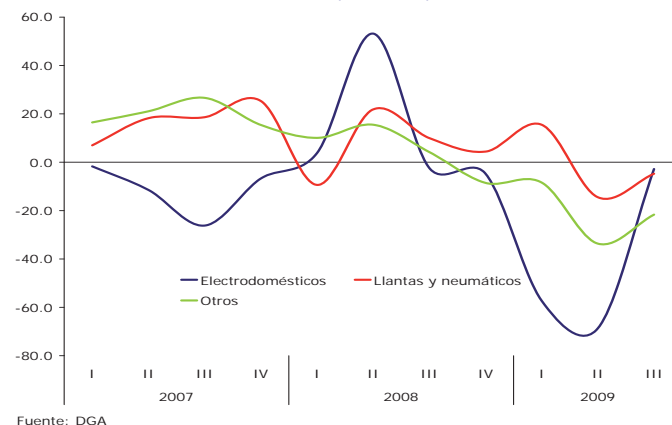
La caída en las adquisiciones de bienes no duraderos se asocia a las menores entradas de medicina que han acompañado a la reducción en los flujos de cooperación, mientras las importaciones de electrodomésticos se redujeron en menor ritmo (-11.34% versus -48.7% en el segundo trimestre).

Gráfico II-4  
Importaciones de bienes de consumo  
(variación nominal interanual en porcentaje)



Fuente: DGA

Gráfico II-5  
Importaciones de bienes de consumo duraderos  
(variación nominal interanual en porcentaje)



Fuente: DGA

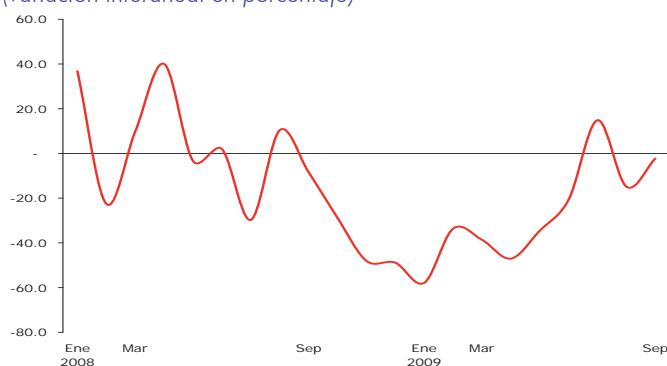
Dentro de los componentes de demanda, la caída más pronunciada se presentó en la formación bruta de capital, en especial debido a la continua contracción de la construcción privada. El informe de construcción de septiembre, publicado por el BCN, refleja una caída promedio anual de 29.7 por ciento para el tercer trimestre (-25.8% en el segundo trimestre). El mismo informe reporta una menor caída en el número de nuevas construcciones, en especial asociadas a la vivienda fuera de las cabeceras departamentales, lo que podría estar en línea con el menor crecimiento en los precios de materiales de construcción y la menor caída en la cartera de crédito hipotecario.

Estimaciones de la inversión extranjera sugieren una caída de 66.5 por ciento (US\$134.4 millones) con relación al tercer trimestre de 2008 (en el segundo trimestre la inversión extranjera disminuyó interanualmente 18.1%). Las contracciones se presentaron en las actividades de manufactura industrial, telecomunicaciones, comercio y servicios, energía y minas; mientras el sector forestal recibió mayores montos.

A pesar de la continua contracción de la construcción hay indicadores que apuntan a que la inversión global comenzó a reducir el ritmo de caída. Así, estimaciones del gasto real de capital del SPNF presentan un freno en la caída de éste durante el tercer trimestre, especialmente debido al buen desempeño presupuestario de las empresas públicas.

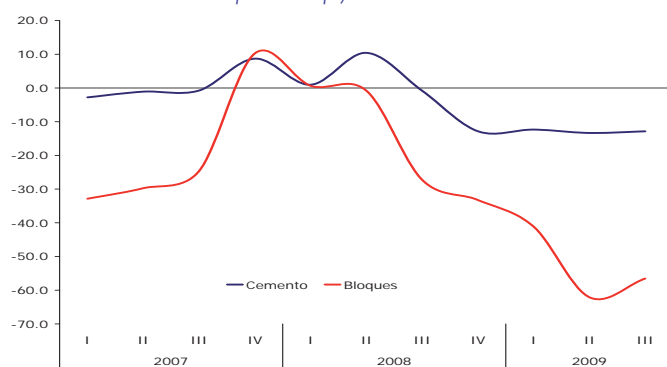
Adicionalmente, indicadores indirectos, tales como importaciones de bienes de capital y de metales utilizados en la construcción, así como la producción de cemento y bloque presentan una menor contracción.

**Gráfico II-6**  
**Importaciones de metales utilizados en la construcción**  
*(variación interanual en porcentaje)*



Fuente: DGA

**Gráfico II-7**  
**Producción de bloques y cemento**  
*(variación interanual en porcentaje)*

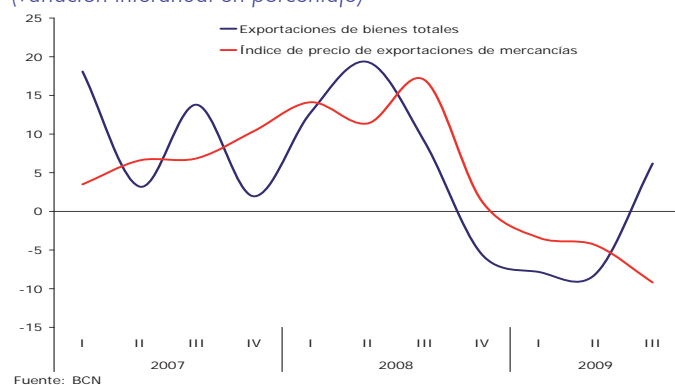


Fuente: BCN

Cabe señalar que no todos los componentes de la absorción presentan caídas, así el consumo del sector público no financiero (SPNF) deflactado por el IPC, creció 5.2 en el tercer trimestre (1.1% en el segundo). Esta recuperación en el gasto real está siendo impulsada por una menor inflación ya que en términos nominales la tasa de crecimiento se mantuvo estable en 5.2 por ciento. El mayor gasto nominal ha sido dirigido principalmente a mayores asignaciones en sueldos y salarios, al tiempo en que se han realizado reducciones importantes en la compra de bienes y servicios.

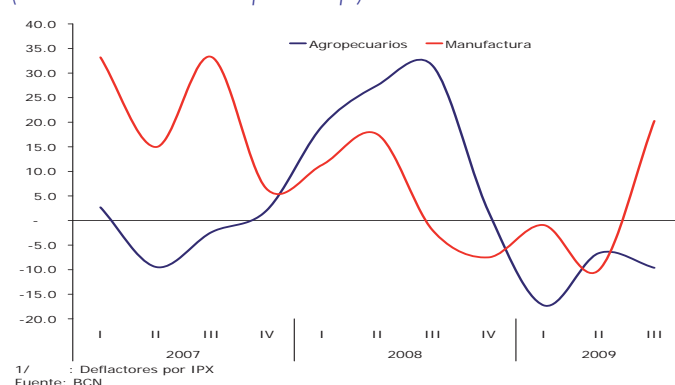
Las exportaciones promedios de mercancías en el tercer trimestre, deflactadas por un índice de precios, crecieron 6.2 por ciento en términos interanuales, luego de tres trimestres consecutivos con tasas negativas (-8.3% en el segundo trimestre). Este comportamiento se asoció a mayores exportaciones de bienes manufactureros al tiempo en que las agropecuarias continuaron presentando tasas negativas.

**Gráfico II-8**  
**Exportaciones y precios de exportaciones de mercancías**  
*(variación interanual en porcentaje)*



Fuente: BCN

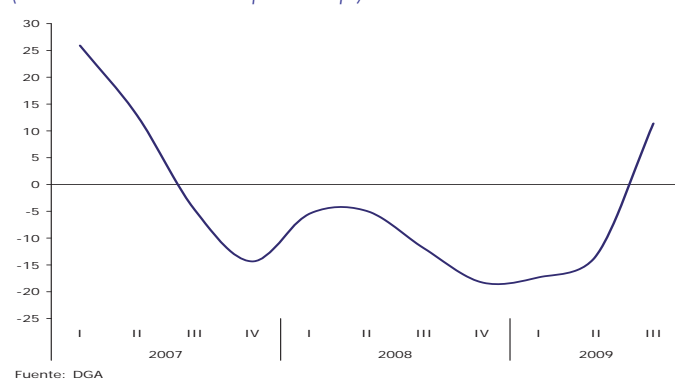
**Gráfico II-9**  
**Exportaciones de manufacturas y productos agropecuarios<sup>1/</sup>**  
*(variación interanual en porcentaje)*



1/ : Deflactores por IPX  
 Fuente: BCN

Por su parte, durante el tercer trimestre, el valor de las exportaciones de zonas francas presentó, después de seis trimestres, una tasa positiva de crecimiento interanual (3.63%). Lideraron este comportamiento las mayores exportaciones de textiles (representan entre el 70 y 80% del total de exportaciones de zona franca), las que crecieron 11.4 por ciento interanualmente, mientras las ventas de arneses se redujeron 15.6%.

**Gráfico II-10**  
**Exportaciones de textiles de zonas francas**  
*(variación interanual en porcentaje)*

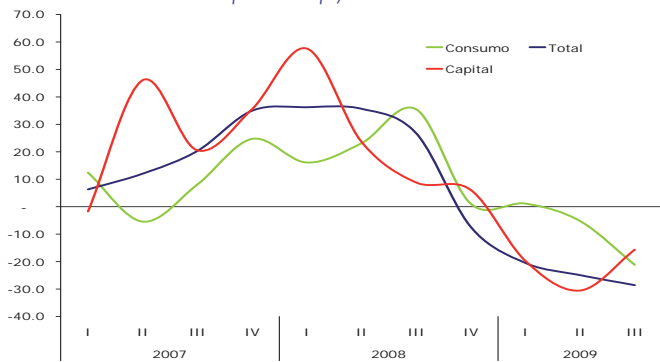


Fuente: DGA

Para el año se estima una recuperación de las exportaciones (con relación a la proyección de julio). Esto es consistente con lo observado en el tercer trimestre y las expectativas de recuperación de la economía mundial.

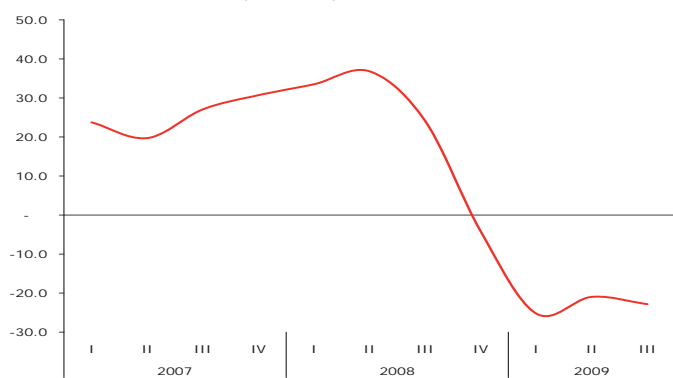
Finalmente, en ritmo con la menor absorción, las importaciones continuaron presentando tasas de crecimiento negativas, aunque aquellas asociadas a bienes de capital presentaron un leve repunte. Por su parte, se observó un freno en la caída de las importaciones de bienes intermedios para la producción.

**Gráfico II-11**  
Bienes importados  
(variación interanual en porcentaje)



Fuente: DGA

**Gráfico II-12**  
Bienes importados de consumo intermedio  
(variación interanual en porcentaje)

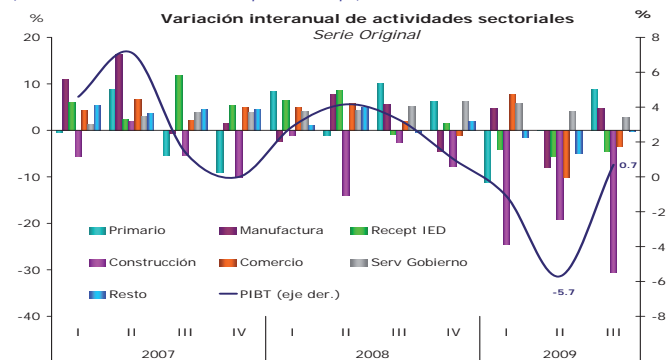


Fuente: DGA

## Oferta agregada

Proyecciones del PIB sugieren que, durante el tercer trimestre, los sectores económicos que presentaron un repunte interanual fueron el primario y la industria manufacturera, mientras la construcción continuó presentando la mayor caída y el comercio cayó a menor ritmo.

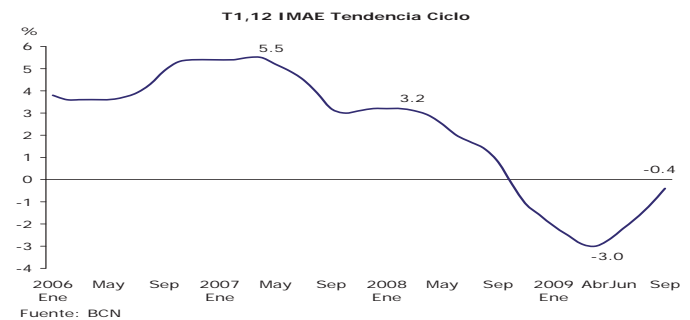
**Gráfico II-13**  
PIB por actividad económica  
(variación interanual en porcentaje)



Fuente: BCN

Indicadores de mayor frecuencia sugieren comportamientos sectoriales similares. Al limpiar la serie del IMAE de factores estacionales y perturbaciones aleatorias, se observa que la actividad económica revirtió su tendencia decreciente durante el tercer trimestre.

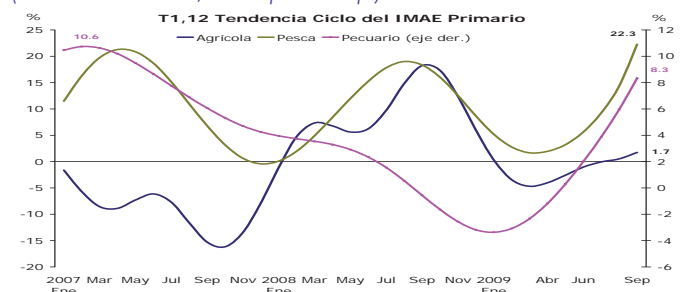
**Gráfico II-14**  
IMAE  
(tendencia- ciclo T1,12 en porcentaje)



Fuente: BCN

De forma similar, la TC del IMAE señala que el sector primario presentó tasas de crecimiento positivas en todos los sectores. El sector pecuario y la pesca presentan los mayores repentes, mientras la agricultura aún permanece en tasas de crecimiento cercanas a cero.

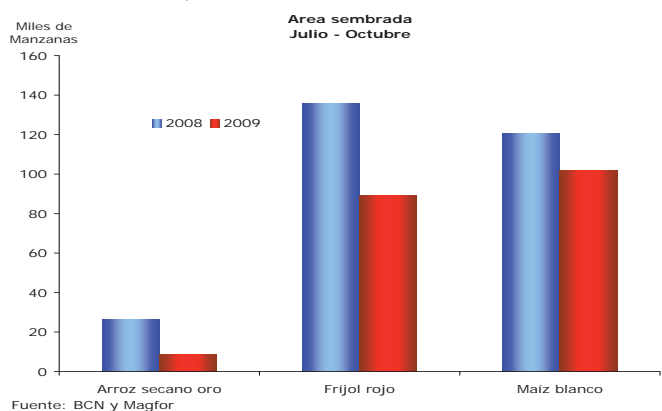
**Gráfico II-15**  
IMAE de actividades primarias  
(tendencia- ciclo T1,12 en porcentaje)



Fuente: BCN  
Nota: Tendencia Ciclo obtenida con E-Views

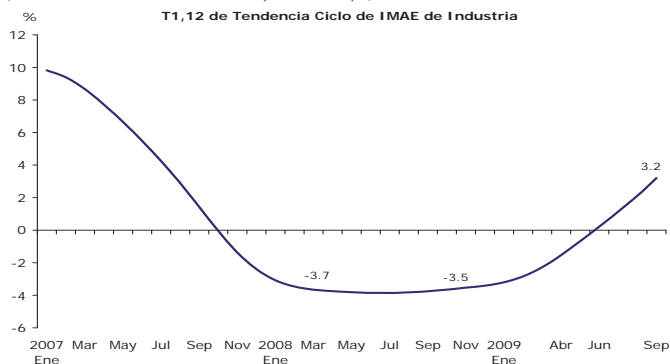
En el resto del año, se espera que la evolución del sector primario finalice con tasas de crecimiento negativo. Por un lado, existen menores áreas sembradas con relación al tercer trimestre de 2008 y los factores climáticos no han sido favorables. Adicionalmente, se estima que debido a la lenta recuperación de la economía mundial, los precios internacionales de algunos productos no muestren una recuperación significativa. De igual manera, es importante resaltar la etapa baja del ciclo bienal del café, el cual se espera siga afectando negativamente el comportamiento de la producción de este producto.

**Gráfico II-16**  
Área sembrada en el III trimestre  
(miles de manzanas)



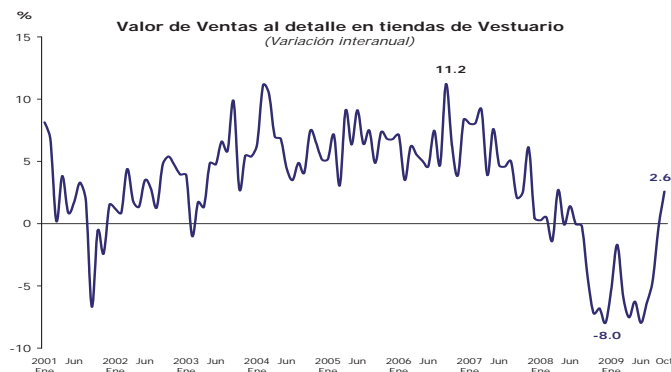
Los últimos datos del índice de actividad económica industrial sugieren un cambio sustancial en la tendencia de las actividades industriales. La recuperación de la industria manufacturera ha sido acompañada de una mayor producción de textiles, principalmente. Esto último podría asociarse al incremento en la demanda de vestuario y calzado en los Estados Unidos, que es nuestro principal destino de exportaciones de textiles.

**Gráfico II-17**  
IMAE de actividades industriales  
(tendencia- ciclo T1,12 en porcentaje)



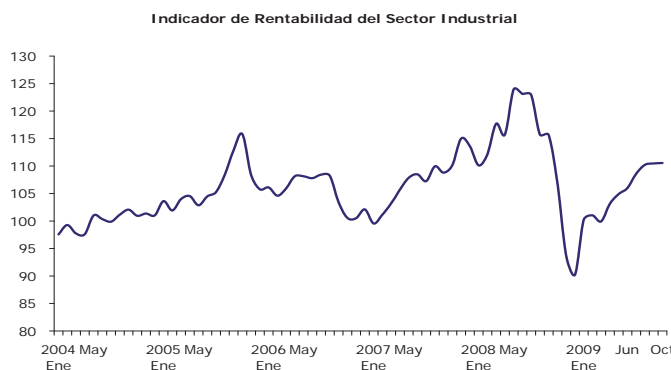
Nota: Obtenida con E.Views  
Fuente: BCN

**Gráfico II-18**  
Consumo de vestuario y calzado en EEUU  
(variación interanual en porcentaje)



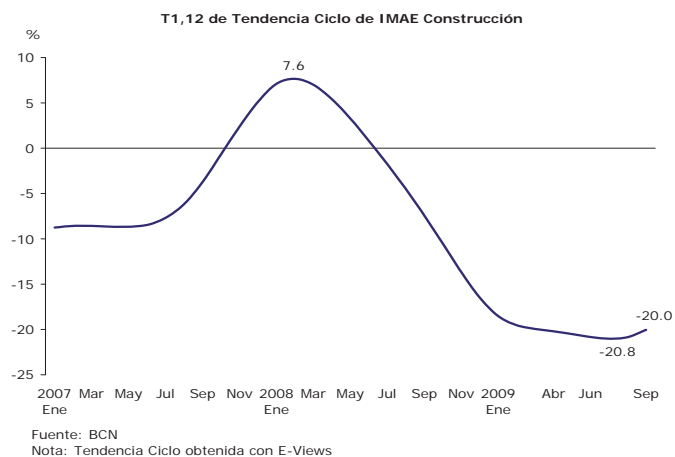
Por su parte, el indicador indirecto de rentabilidad del sector industrial, calculado como el cociente entre el índice de precios al productor industrial y el precio de insumos industriales, continuó mejorando durante el tercer trimestre, con una incipiente estabilización en el mes de octubre.

**Gráfico II-19**  
Indicador de rentabilidad del sector industrial



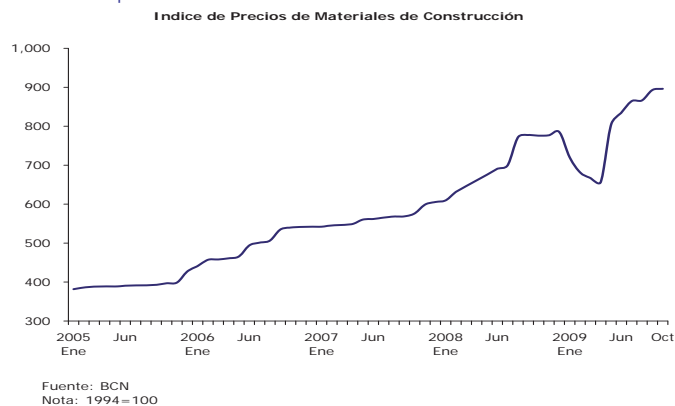
La actividad de construcción continuó con la tendencia hacia la baja, mostrando una tasa de crecimiento de -20.0 por ciento al mes de septiembre (tendencia-ciclo). Sin embargo, hay que señalar que de acuerdo al IMAE la caída de la actividad se ha desacelerado a lo largo del año, especialmente durante el último trimestre. El crecimiento interanual del PIB aún no refleja el quiebre de tendencia que de forma anticipada sugiere la serie de tendencia ciclo.

**Gráfico II-20**  
**IMAE de la construcción**  
 (tendencia- ciclo T1,12 en porcentaje)



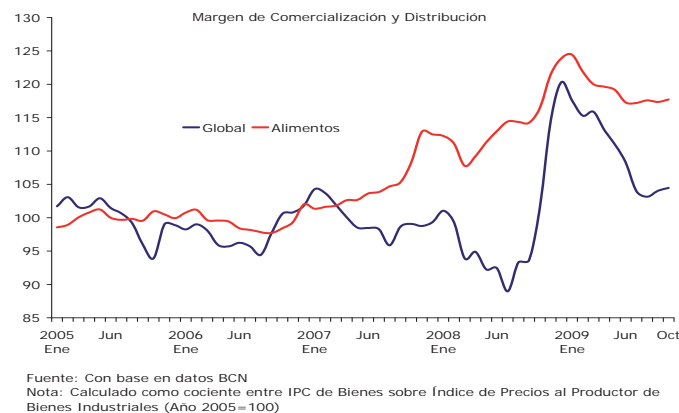
La recuperación de esta actividad, aunque lenta, podría asociarse a un repunte en la construcción de viviendas, que a su vez se ha favorecido del menor ritmo de crecimiento intertrimestral de los precios de los materiales de construcción (aunque presentan un comportamiento al alza mensual desde el pasado mayo). El informe de construcción señala que el menor ritmo de crecimiento del índice de precios de materiales de construcción se ha debido a caídas en los precios de metales y derivados; menores alzas en cemento y derivados, electricidad y sanitario y pisos; mientras aquellos asociados a madera y techos se aceleraron.

**Gráfico II-21**  
**Índice de precio de materiales de construcción**

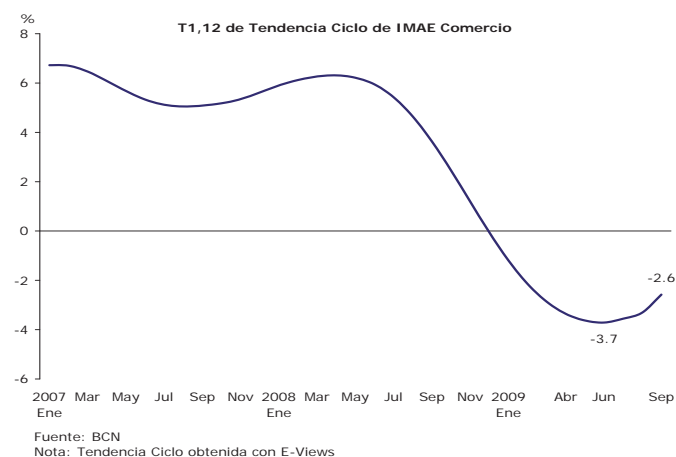


La menor contracción de la demanda interna y del volumen de importaciones ayudó a que la tendencia de la actividad del comercio presentara una leve reversión en el tercer trimestre. Asimismo, se observa un freno a la caída en el margen de comercialización y distribución durante el último trimestre, luego de presentar caídas a lo largo de todo el año.

**Gráfico II-22**  
**Margen de comercialización y distribución**



**Gráfico II-23**  
**IMAE de comercio**  
 (tendencia- ciclo T1,12 en porcentaje)



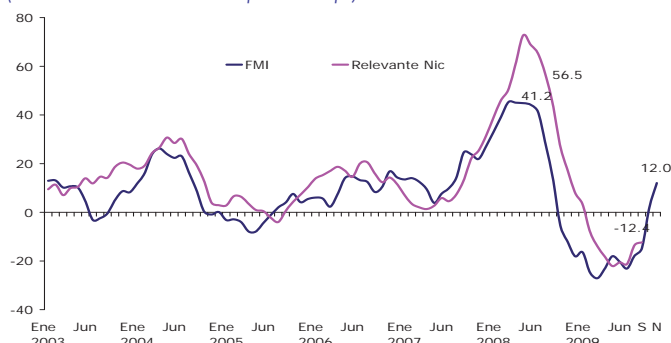
## Inflación

La inflación interanual frenó la caída que traía desde agosto 2008, situándose en noviembre en 0.5 por ciento. Así, la inflación acumulada a dicho mes alcanzó 0.7 por ciento. El leve repunte en los precios domésticos se ha debido al alza del precio del petróleo y derivados, principalmente, así como una recuperación de los precios de alimentos, al tiempo en que variables asociados a la demanda sugieren una ligera reducción en la brecha del producto. Sin embargo, los niveles observados en estas variables distan aún del promedio del año pasado.

El índice de precios de alimentos elaborado por el FMI presentó un alza significativa en el mes de noviembre, al pasar de -14.8 por ciento en octubre a 12.0 por ciento (en el año este índice ha caído 15.6% en relación a

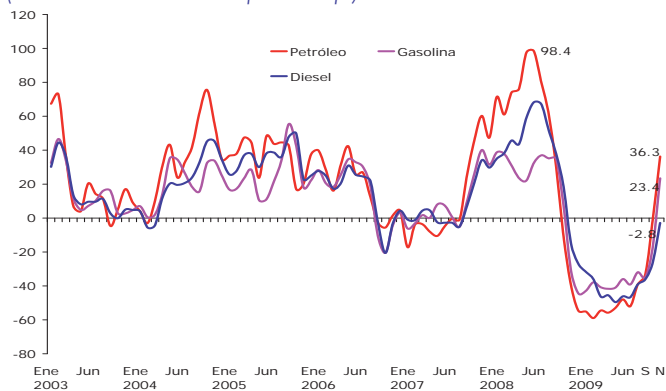
igual período del año pasado). De forma similar, un índice de precios externos más ajustado a la economía nicaragüense, ya presenta una reversión a la baja a partir del mes de junio. Por su parte, el barril de petróleo WTI ha repuntado a lo largo del año y en noviembre alcanzó los 78.08 dólares/barril (el promedio del año es US\$60.54 versus US\$104.87 en igual período de 2008).

**Gráfico II-24**  
Índice de precios mundiales de alimentos  
(variación interanual en porcentaje)



Nota: El índice relevante para Nicaragua incluye arroz, aceite, frijo, harina de trigo, carne de res, queso, azúcar y camarón. Las ponderaciones de cada producto surgen de una reponderación de sus pesos en el IPC de Nicaragua.  
Fuente: FMI y BCN

**Gráfico II-25**  
Precios de petróleo y derivados  
(variación interanual en porcentaje)

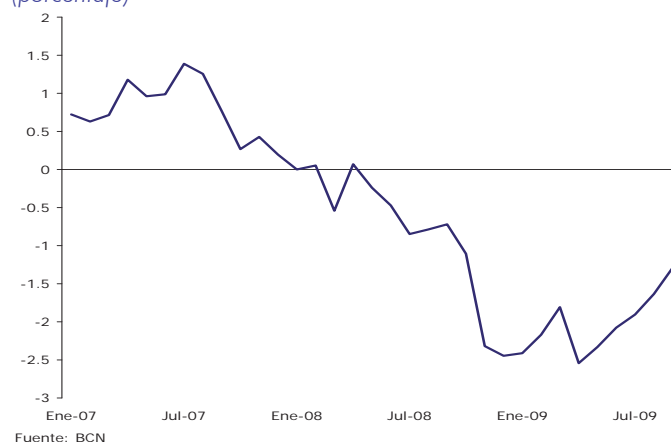


Fuente: EIA y Economagic

En las siguientes gráficas se observa la alta correlación existente entre los precios externos de alimentos y los domésticos.

Por el lado de presiones de demanda total se observa un alto en la contracción de la brecha-producto, medida como la desviación del IMAE con su tendencia. Este estancamiento refleja el repunte de las exportaciones, el menor ritmo de caída de las remesas y el crédito y el aumento en el salario real promedio del año.

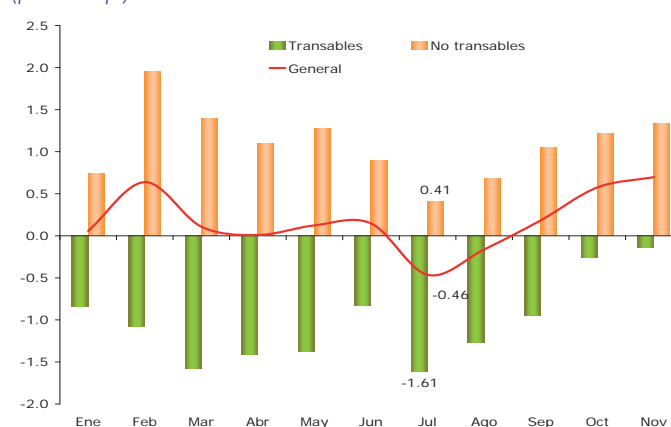
**Gráfico II-26**  
Brecha del producto  
(porcentaje)



Fuente: BCN

Al descomponer la inflación en transables y no transables se observa que la primera aún se encuentra con tasas negativas de crecimiento, mientras la segunda muestra un leve alza (1.34% en noviembre), sin que ello represente presiones inflacionarias importantes.

**Gráfico II-27**  
Inflación general acumulada  
(porcentaje)

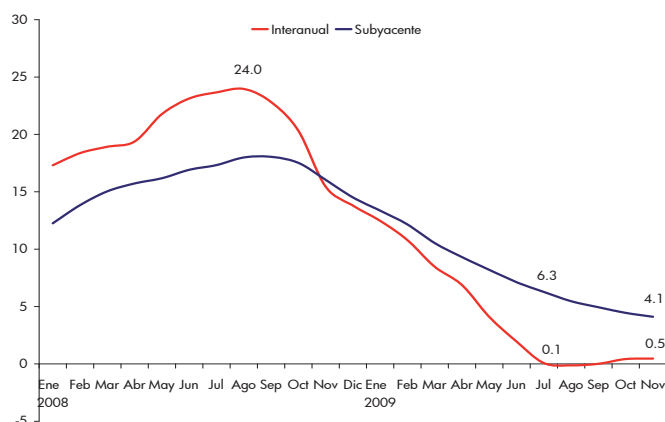


Fuente: BCN

La misma conclusión se obtiene al analizar la inflación subyacente. Ésta finalizó en 4.1 por ciento (4.9% en septiembre), misma que viene descendiendo desde alcanzar un máximo de 18.0 por ciento en septiembre de 2008. A como se mencionó en el informe anterior, el descenso en la inflación subyacente puede atribuirse tanto a la brecha negativa del producto así como de los efectos de segunda vuelta en la caída promedio de los precios externos, no obstante estas variables presentan un ligero repunte en los últimos meses.

La inflación subyacente continúa siendo superior a la inflación general, no obstante esta brecha se ha venido reduciendo. Esto indica que la inflación de aquellos bienes excluidos de la subyacente (bienes perecederos y derivados del combustible, principalmente) son los que explican el pequeño repunte en el nivel general de precios.

**Gráfico II-28**  
Inflación general y subyacente  
(crecimiento interanual en porcentaje)



Fuente: BCN

Con la última información disponible, la proyección de inflación para finales del año se ubica en torno a 1.0 por ciento (2.6% en julio). La corrección a la baja está explicada principalmente por una contracción más acentuada en la brecha del producto, menor aumento en el precio del petróleo e inflación importada, que las previstas en el informe anterior. Por su parte, la mayor brecha se explica por menores entregas de crédito, recepción de remesas y salarios nominales. En la siguiente tabla se presentan los principales supuestos utilizados para la proyección base realizada en el mes de julio y noviembre.

**Tabla II-1**  
Supuestos de la proyección de Inflación

Concepto	Julio	Noviembre
Tasa de devaluación (%)	5	5
Precio del petróleo (US\$)	60.51	59.4
Índice de precios de alimentos (var%)	-19.44	-14.8
Crédito total (var%)	0	-10
Remesas (var%)	-5	-8
Salarios nominales INSS (var%)	10	8
Empleo (var%)	3	1
Inflación EE.UU. (var%)	0.9	0.4
Condiciones Climatológicas	Normales	Niño
Brecha de producto (%)	-1.3	-5.2

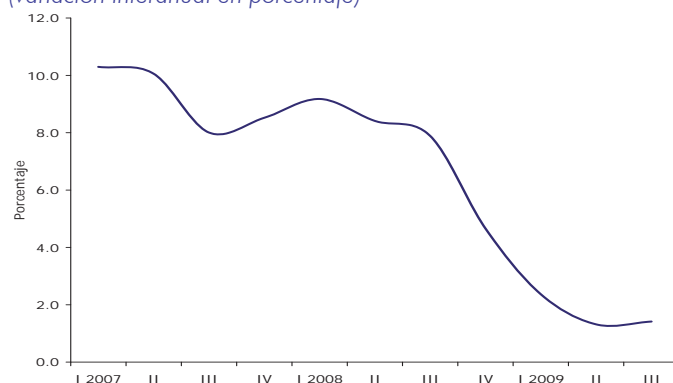
Fuente: Construcción propia

En cuanto al escenario de riesgos, se asumió que éste está sesgado hacia la baja en 2009, con una alta probabilidad de observar inflaciones cercanas a 0 por ciento e incluso negativas; sin embargo, existe un sesgo al alza en 2010. Los principales riesgos al alza en este año y el próximo provienen principalmente de una subida más acentuada del precio del petróleo que la proyectada, los cuales se verán contrarrestados, especialmente en 2009, por un mayor debilitamiento de la demanda.

## Empleo de los afiliados al INSS

En el tercer trimestre el empleo promedio se estabilizó en términos interanuales, luego de caídas pronunciadas desde 2008. Así, la tasa de crecimiento promedio fue 1.4% (7.9% en el tercer trimestre de 2008). Las actividades de manufactura y construcción presentaron un repunte, no obstante aún permanecen con tasas negativas de crecimiento, mientras comercio y servicio comunales continúan con su tendencia decreciente, aunque todavía no alcanzan tasas negativas de crecimiento.

**Gráfico II-29**  
Empleo del INSS  
(variación interanual en porcentaje)

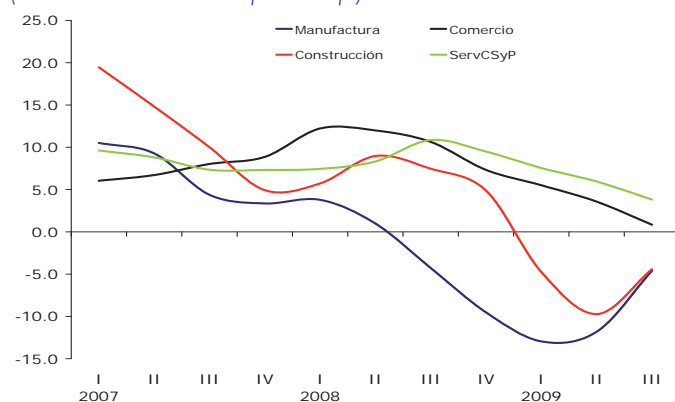


Fuente: INSS

Con relación al segundo trimestre de 2009, la afiliación promedio aumentó en 3,673 personas, debido a las mayores afiliaciones en la industria manufacturera (2,257 personas) y servicios comunales (2,225 personas), principalmente. Únicamente los sectores primario y minas y canteras presentaron caídas en el número promedio de afiliados, al tiempo en que sobresalió la recuperación en el número de afiliados en el sector construcción (970 personas).

**Gráfico II-30**  
Empleo sectorial del INSS

(variación interanual en porcentaje)



Fuente: INSS

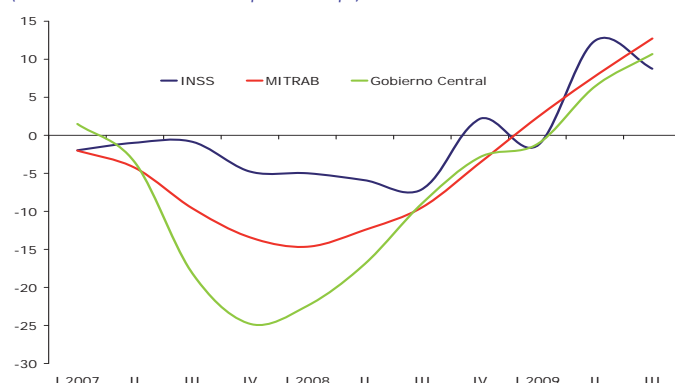
Finalmente, la nómina fiscal y la de zona franca, promedio del tercer trimestre, crecieron 320 y 6,225 personas, respectivamente. El comportamiento del empleo en las zonas francas es consistente con la recuperación presentada por este sector económico.

### Salarios

El salario promedio nominal continúa presentando tasas positivas de crecimiento a nivel generalizado, aunque a tasas decrecientes. Lo anterior conjugado con la baja inflación ha permitido que el salario real presente también una senda creciente, de acuerdo a las cifras suministradas por el Gobierno Central y el MITRAB.

**Gráfico II-31**  
Salario promedio real INSS, Nacional y Gobierno Central

(variación interanual en porcentaje)

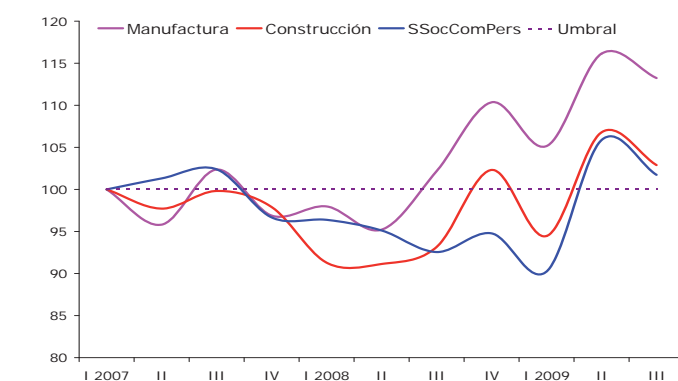


Fuente: INSS, MITRAB Y MHCP

Tal a como se expresó en el reporte anterior, existen todavía rezagos importantes en el salario real a nivel de sectores, por ejemplo, considerando el año 2007 como punto de comparación. En este sentido, únicamente el sector industrial, construcción y servicios comunales

y personales presentan niveles promedios superiores a 2007, mientras el resto de sectores presentan aún rezagos. Lo anterior plantea un dilema importante en la toma de decisiones de política salarial, por un lado la crisis financiera ha golpeado a prácticamente todos los sectores y por otro los trabajadores procuran reivindicar sus salarios reales a niveles históricos. En este sentido se deben analizar cuidadosamente los futuros ajustes salariales, tomando en cuenta principalmente aspectos de productividad los que a la larga deberían guiar el comportamiento de los salarios reales.

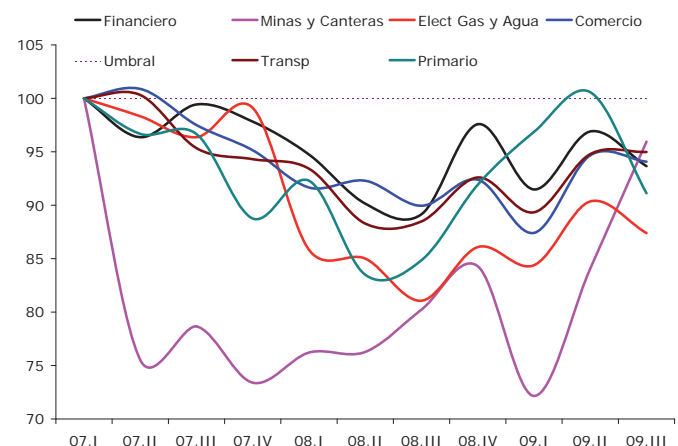
**Gráfico II-32**  
Índice de salario real sectorial



Nota: I trimestre 2007=100  
Fuente: INSS y construcción propia

**Gráfico II-33**  
Índice de salario real de sectores con rezagos

(porcentaje)



Nota: I trimestre 2007=100  
Fuente: BCN

## Sección III

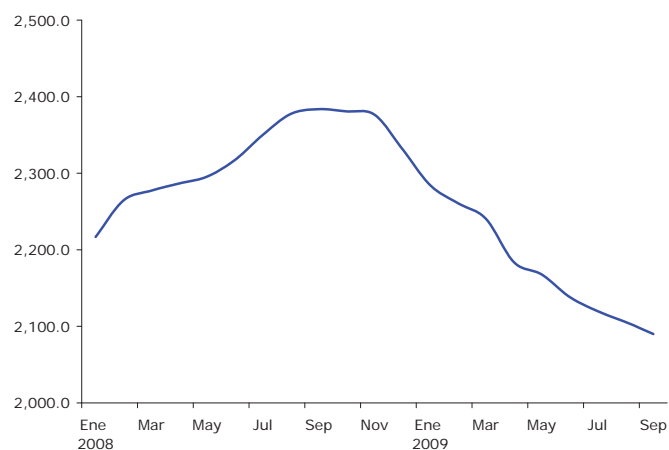
## Entorno monetario

## Manejo de política monetaria

La estabilidad de la moneda con niveles de reservas confortables continuó siendo un objetivo relevante en un contexto en el cual la economía doméstica continuó resintiendo los efectos de la crisis económica internacional, la cual ha afectado la economía a través de la reducción en el flujo de remesas, la menor demanda de productos exportables y la caída en los precios internacionales, factores que deterioraron el Ingreso Nacional Disponible.

El impacto directo de la crisis sobre el sistema financiero nacional ha sido reducido dado que los bancos nacionales no están expuestos a activos tóxicos ni tampoco han sufrido recortes importantes de líneas de crédito internacionales. Sin embargo, las políticas implementadas por el sistema financiero para enfrentar la crisis, conllevaron a una fuerte contracción del crédito y a un mayor aprovisionamiento de liquidez.

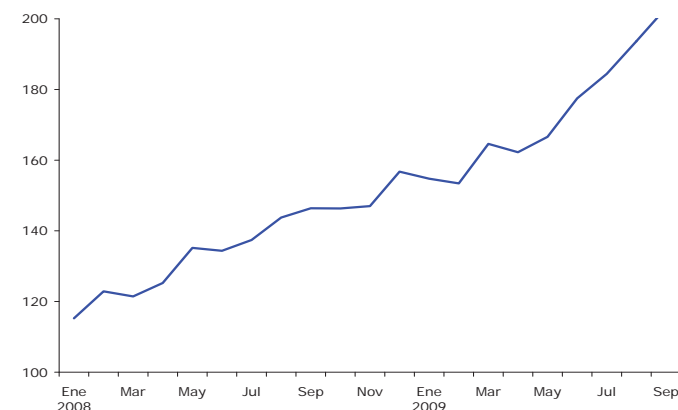
Gráfico III- 1  
Cartera de crédito bruta 1/  
(saldos en millones de dólares)



1/ Incluye cartera remanente de HSBC.  
Fuente: SIBOIF

Este accionar del sistema financiero estuvo asociado a la desaceleración de la actividad económica y al deterioro de la capacidad de los deudores para servir sus deudas, comportamiento que también se observó en el resto de países centroamericanos.

Gráfico III-2  
Cartera de crédito en riesgo 1/  
(saldos en millones de dólares)



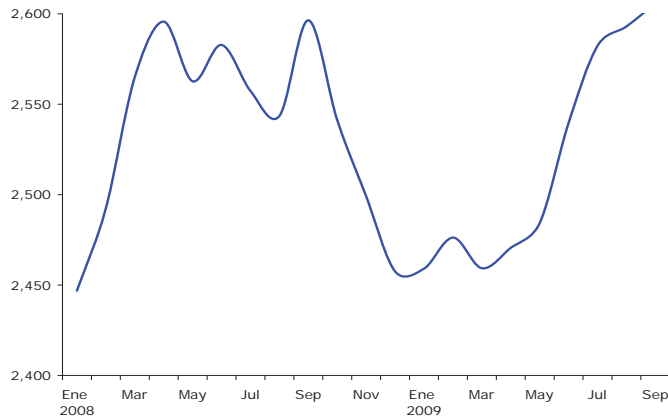
1/ Definida como la suma de los créditos vencidos, prorrogados, reestructurados y en cobro judicial.  
Fuente: SIBOIF

La desaceleración del crédito contribuyó a propagar los efectos negativos de los choques externos mediante el ajuste en el consumo y la inversión. La contracción de la absorción ha afectado la actividad económica doméstica, la cual medida a través de la tasa de variación del IMAE, muestra una continua contracción desde abril 2009, no obstante se evidenciaron signos de recuperación en el último trimestre.

El ajuste en la inversión podría en cierto medida explicar el aumento observado en los depósitos del sistema financiero, lo que, junto con los desembolsos en el marco de la cooperación venezolana, pueden estar incidiendo en el crecimiento de los agregados

monetarios. A septiembre, el M3A, medida del agregado más amplio, pasó de un crecimiento de 1.1 por ciento en junio a un crecimiento de 1.9 por ciento.

Gráfico III-3  
Depósitos totales en el Sistema Financiero  
(saldos en millones de dólares)



Fuente: SIBOIF

Los mayores recursos captados por la banca se han canalizado al provisioning de disponibilidades ha permitido que los bancos mantengan parte de estos recursos como depósitos de encaje en el BCN, factor que en el año ha coadyuvado a mantener niveles de reservas internacionales confortables. Así, los riesgos de iliquidez y convertibilidad cambiaria, al cierre del tercer trimestre, son reducidos.

## Panorama monetario

En el tercer trimestre, las reservas internacionales brutas del BCN aumentaron 251.5 millones de dólares. El origen principal de esta acumulación fue el recibo, por parte del FMI, de la asignación de 105 millones de Derechos Especiales de Giro (DEG), equivalentes a 164.4 millones de dólares. El primer desembolso de 150.7 millones de dólares, efectuado el 28 de agosto, correspondió a la asignación especial de DEG que el FMI otorgó a sus países miembros como parte del apoyo financiero multilateral impulsado por el G-20 para fortalecer las reservas internacionales dado el contexto de crisis financiera mundial; y el segundo desembolso de US\$13.7 millones, realizado el 9 de septiembre, correspondió a recursos provenientes de la asignación de DEG para ajustar la proporción de asignaciones acumuladas de los países miembros en relación a sus cuotas de participación.

Estos recursos se contabilizaron como un aumento de patrimonio del BCN, y por lo tanto, afectaron todos los conceptos de reservas internacionales netas. Sin embargo, para efectos del Programa Monetario y su evaluación fueron excluidos a fin de monitorear de mejor manera el esfuerzo interno en materia de políticas monetaria y fiscal.

Excluyendo los flujos generados por las asignaciones de DEG, el resultado observado durante el trimestre, reflejó una ganancia de reservas internacionales netas ajustadas (RINA) de 5.5 millones de dólares incluyendo los depósitos del Fogade, con lo que el saldo ascendió a 697.7 millones.

Cuadro III-1  
Panorama Monetario del BCN  
(flujos en millones de dólares)

Concepto	Observado		
	I Sem (1)	III Trim (2)	Ene-Sep (3=1+2)
1. Recursos del Gobierno Central	(70.4)	27.1	(43.2)
2. Pérdidas Cuasifiscales	(41.4)	(13.0)	(54.5)
3. Operaciones de Mercado Abierto (neto)	150.4	(2.7)	147.7
Del cual:			
Colocación de Letras	409.2	130.9	540.1
Redenciones de Letras	(256.8)	(133.6)	(390.4)
Redenciones de bonos bancarios	(1.2)	0.0	(1.2)
4. Amortizaciones de deuda externa del BCN	(8.0)	(4.3)	(12.3)
5. Sistema Financiero (Encaje, caja y otros)	8.0	(1.3)	6.7
Encaje	4.6	(7.7)	(3.1)
Caja	0.1	4.8	4.8
Otros	3.4	1.6	5.0
6. Numerario y Otros	(56.0)	(0.3)	(56.3)
Del cual:			
Numerario	(55.0)	(3.9)	(58.9)
<b>7. Flujo de RINA (1+2+3+4+5+6)</b>	<b>(17.3)</b>	<b>5.5</b>	<b>(11.9)</b>
<b>Memorandum</b>			
<b>Total recursos externos</b>	<b>38.3</b>	<b>0.0</b>	<b>38.3</b>
Donaciones para apoyo presupuestario	0.0	0.0	0.0
Préstamos	38.3	0.0	38.3

La acumulación de las RINA, en el tercer trimestre fue resultado de traslados de recursos del gobierno, principalmente. El Gobierno, en consonancia con lo programado, acumuló recursos en el BCN por el equivalente a 27.1 millones de dólares.

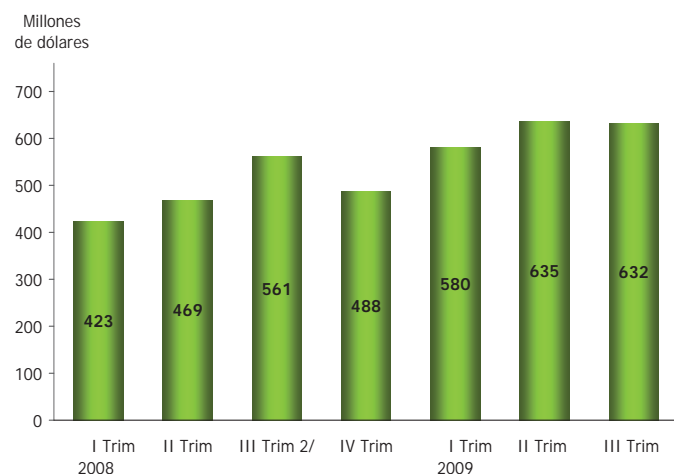
Estos mayores traslados fueron parcialmente compensados por:

1. Pérdidas cuasificales, las que estuvieron principalmente asociadas al costo financiero derivado de los pagos por las redenciones de títulos del BCN. Adicionalmente, la disminución en las tasas de interés internacionales ha generado una caída en el flujo de intereses por depósitos en exterior.
2. Contracción en la demanda por base monetaria, principalmente a través de una disminución de los excesos de encaje en moneda nacional mantenidos por el sistema financiero.
3. Amortizaciones del servicio de deuda externa del BCN.

En relación a las operaciones de mercado abierto (OMA), éstas siguieron orientadas al manejo de la liquidez y a suavizar las variaciones en las reservas internacionales. Durante el tercer trimestre, a través de las OMA se redimieron el equivalente a 2.7 millones de dólares. No obstante, el flujo neto es pequeño, cabe señalar que el Banco Central realizó un importante papel en el manejo de liquidez, colocando y redimiendo un poco más de 130 millones de dólares.

La redención neta en este tercer trimestre refleja un punto de inflexión en la política de Operaciones de Mercado Abierto, la que ha pasado de realizar colocaciones netas en el primer semestre a un proceso de reducción de deuda, el que se espera se intensifique en el cuarto trimestre.

**Gráfico III-4**  
Deuda Interna del BCN  
(saldo en millones de dólares)



1/ El saldo incluye los intereses de los T. Bancarios, los B. Subasta y la deuda con el RSPNF.

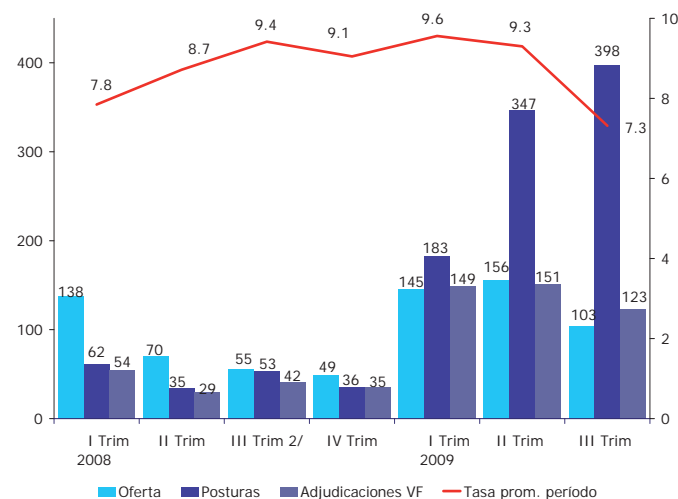
2/ Hasta jun-08 el saldo por T. Bancarios incorporaba los cupones de intereses, a partir de jul-08 el saldo incluye los intereses por pagar al vencimiento del título.

Fuente: BCN

De acuerdo a lo programado, estas expansiones de liquidez serán parcialmente compensadas con un importante traslado de recursos del Gobierno. Estos recursos serán captados a través de colocaciones de Letras y Bonos de Tesorería (US\$51 millones) y vía desembolsos de recursos externos líquidos previstos en el programa económico (US\$54 millones). Así mismo, parte de estas expansiones de liquidez serán absorbidas por una mayor demanda de liquidez por factores estacionales.

Otro factor a destacar en lo referente a las OMA es la continua reducción de la tasa de rendimiento de los títulos colocados. Esto se logró debido a las condiciones de liquidez del mercado, que permitió al BCN lograr la meta de colocaciones a un menor costo financiero.

**Gráfico III-5**  
Subastas Competitivas de Letras del BCN  
(millones de dólares)



Fuente: BCN

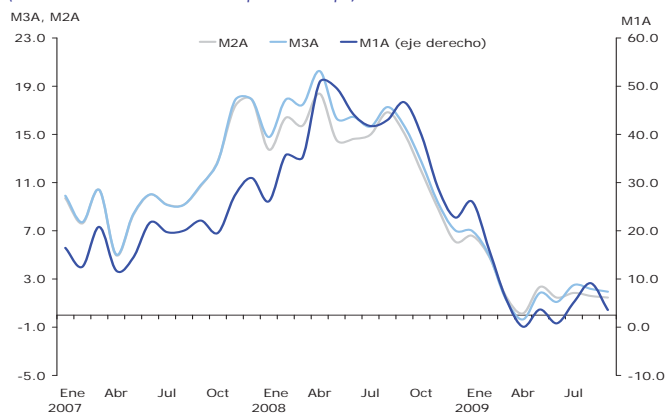
## Agregados monetarios

A septiembre, los agregados monetarios registraron crecimientos interanuales considerablemente inferiores a los observados durante el tercer trimestre de 2008; comportamiento que se puede asociar en parte a la desaceleración económica.

Sin embargo, cabe señalar que la contracción de la inversión por parte de empresas del sector privado, así como los recursos desembolsados de la cooperación venezolana, han apoyado el aumento de los depósitos del sistema financiero en comparación con el trimestre anterior.

A septiembre, la tasa de crecimiento interanual del M3A, medida de agregado más amplia, fue 1.9 por ciento (15.7% en septiembre de 2008), ligeramente superior si se compara con el trimestre anterior cuando fue 1.1 por ciento. No obstante, ello implicó un crecimiento de 1,938 millones de córdobas con respecto a junio 2009 y de 2,448 millones en comparación con diciembre 2008.

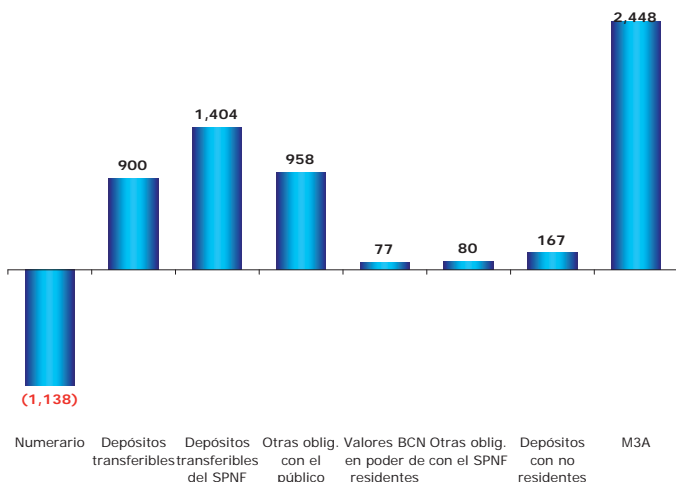
Gráfico III-6  
Agregados monetarios ampliados  
(crecimiento interanual, porcentaje)



Fuente: BCN

Por su parte, el M2A creció 1.5 por ciento en términos interanuales (16.8% en 2008), impulsado principalmente por el crecimiento de las otras obligaciones con el público. Finalmente, el M1A creció en 3.6 por ciento (46.7% en 2008). Este resultado fue producto del aumento de los depósitos transferibles de residentes y del SPNF, lo que fue atenuado por la contracción del numerario.

Gráfico III-7  
Agregados monetarios por rubro  
(flujos en millones de córdobas)

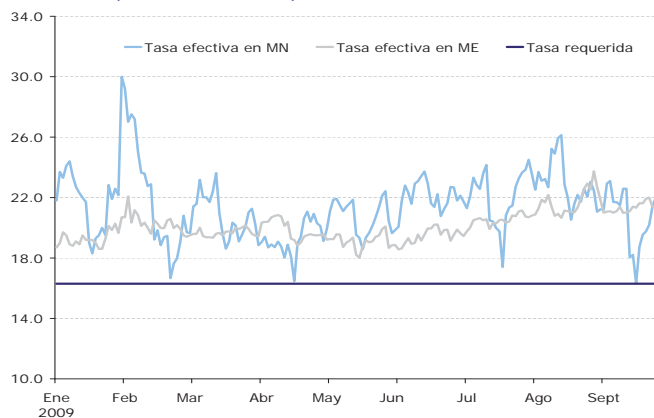


Fuente: BCN

## Encaje legal

La autoridad monetaria mantuvo su política de encaje inalterada, conservando la tasa requerida en 16.25 por ciento. Al igual que en el trimestre anterior, la tasa efectiva de encaje, para los depósitos en todas sus denominaciones, se mantuvo por encima del nivel requerido. La tasa efectiva en moneda nacional se ubicó en 21.4 por ciento, mientras que la tasa en moneda extranjera ascendió a 22.7 por ciento.

Gráfico III-8  
Tasa de depósitos de encaje en el BCN



Fuente: BCN

Al cierre del tercer trimestre el excedente de encaje en moneda nacional fue de 836.6 millones de córdobas. Por su parte, el excedente de encaje en moneda extranjera ascendió a 119.4 millones de dólares.

Este aumento en los excesos de encaje ha permitido a los bancos contar con una reserva de liquidez creciente en un contexto complicado por la crisis económica internacional, recursos que han sido acumulados como resultado de la contracción en la entrega de créditos. Se espera que en lo que resta del año se continúen observando excedentes de encajes.

## Mercado cambiario

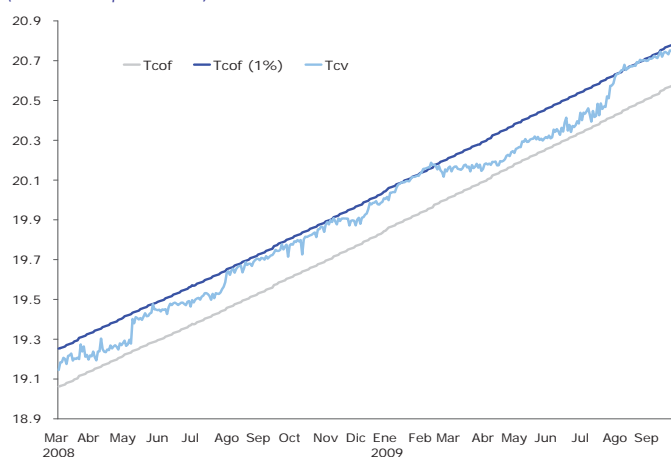
En el tercer trimestre, el BCN registró ventas netas de divisas al sector financiero por un monto de 29.2 millones de dólares asociado al pago de BPI por parte del MHCP. Este resultado contrasta con el registrado durante el segundo trimestre, cuando se observaron compras netas al sector privado por 10.5 millones de dólares.

En lo que respecta a las transacciones entre el sistema financiero y el público, se observó un incremento

en la demanda por divisas por parte de los agentes económicos, por lo que en el neto el sistema financiero vendió 21.5 millones de dólares (venta neta de US\$19.6 millones en el segundo trimestre de 2009).

Las brechas cambiarias de compra y venta con respecto al tipo de cambio oficial, registraron movimientos opuestos. Por un lado, la brecha de compra ascendió 34 pbs para ubicarse en 0.13 por ciento; por otra parte, la de venta se incrementó 27 pbs hasta ubicarse en 0.73 por ciento. Este nivel es superior al promedio móvil de los últimos tres años (0.54); lo que está en concordancia con las mayores demandas de divisas en la mesa de cambio del BCN.

**Gráfico III-9**  
Tipos de cambio  
(córdobas por dólar)



Fuente: BCN

La libre convertibilidad del córdoba y los adecuados niveles de reservas internacionales continuaron siendo determinantes para mantener la brecha cambiaria de venta en la banda de  $\pm 1$  por ciento.

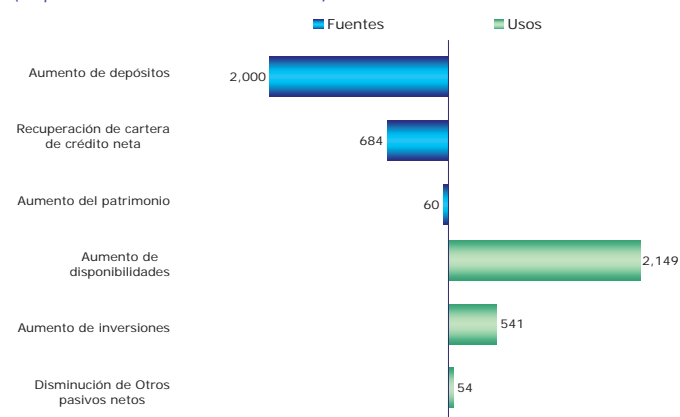
## Sistema financiero

A inicio de trimestre se materializó el cambio de razón social del antes banco HSBC, el que pasó a ser una oficina de representación, quedando así habilitada para realizar operaciones de otorgamiento de crédito e inversión pero no para captar depósitos. Con esto, el Sistema Financiero Nacional quedó conformado por 6 bancos privados y 2 financieras.

Durante el tercer cuarto del año, las fuentes del sistema financiero nicaragüense (SFN) totalizaron 2,744 millones de córdobas y tal y como se observó el trimestre anterior éstas estuvieron asociadas principalmente al

aumento en la captación de depósitos y la recuperación neta de créditos. Estos recursos fueron utilizados para incrementar las disponibilidades y las inversiones de la banca, así como para disminuir otros pasivos.

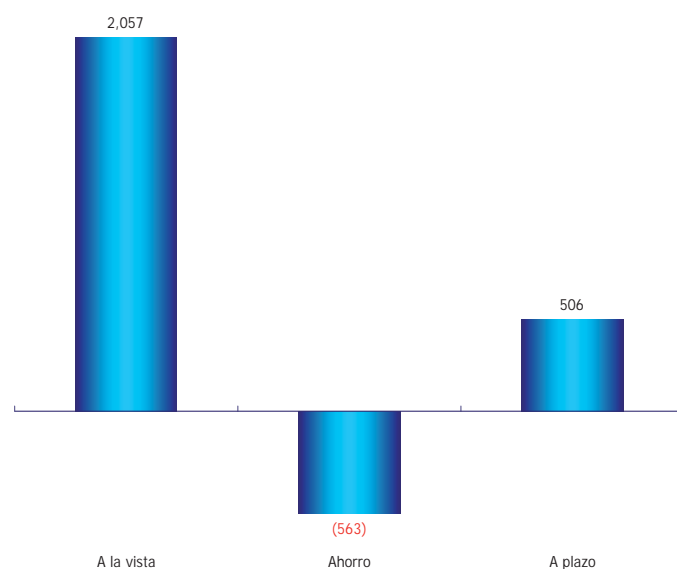
**Gráfico III-10**  
Fuentes y usos del sistema financiero  
(flujos en millones de córdobas)



Nota: La información de la cartera de crédito incluye la cartera remanente del HSBC.

La principal fuente de recursos para la banca fue la mayor captación de depósitos del público. Este resultado se debió principalmente a mayores recursos en depósitos a la vista. En términos generales, los recursos denominados en moneda extranjera marcaron la pauta del crecimiento (equivalente a C\$2,198 millones), y fueron atenuados por la contracción de los recursos en córdobas (C\$198 millones).

**Gráfico III-11**  
Depósitos totales por plazo  
(flujos en millones de córdobas)



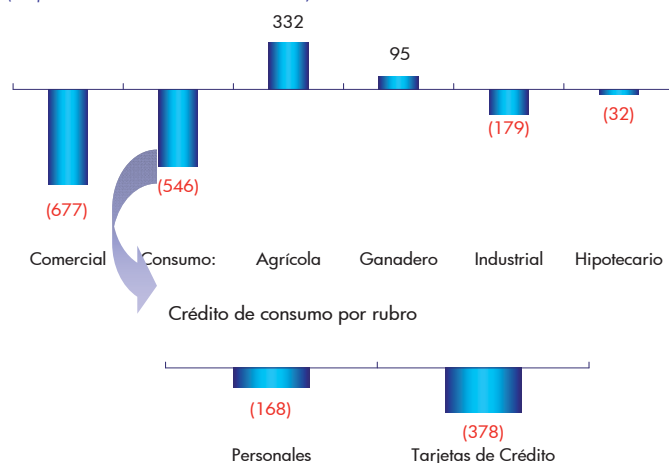
Fuente: Balances contables del sistema financiero consolidado.

El incremento en los depósitos fue liderado por el sector privado pero reforzado por el comportamiento del sector público. Con respecto al sector privado fueron las empresas las que experimentaron el mayor crecimiento (C\$2,597 millones) mientras los hogares redujeron sus depósitos en 1,379 millones de córdobas. En referencia al sector público, las empresas públicas marcaron la pauta del aumento.

Adicionalmente, la banca obtuvo recursos a través de la recuperación neta de créditos por 684 millones de córdobas, contracción observada incluso manteniendo la cartera remanente del HSBC. En términos interanuales este comportamiento corresponde a una disminución de 7.9 por ciento en el saldo de la cartera, lo que evidencia que la banca sigue contrayendo el otorgamiento del crédito como una medida para disminuir su exposición al riesgo crediticio y de iliquidez; no obstante se observó una disminución en el ritmo de contracción del crédito.

En cuanto al análisis de la dinámica sectorial del crédito, los datos utilizados excluyen la cartera remanente del HSBC. La pauta de la recuperación estuvo entonces marcada principalmente por las contracciones en los sectores comercial y de consumo, cuyo efecto fue parcialmente atenuado por las entregas netas observadas en los sectores agrícola y ganadero.

Gráfico III-12  
Cartera bruta de crédito por sector  
(flujo en millones de córdobas)

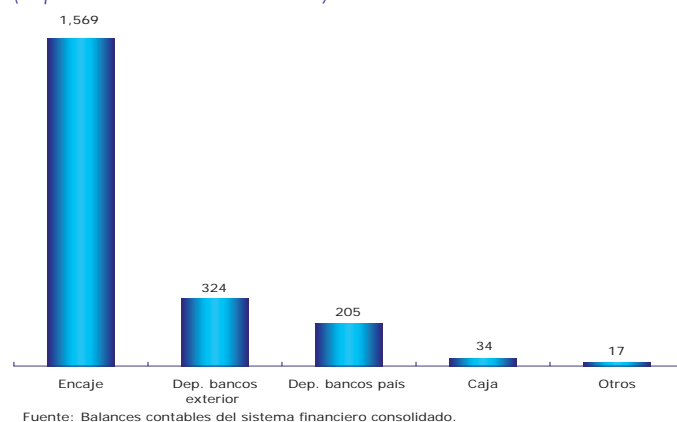


Fuente: SIBOIF

Los recursos mencionados anteriormente fueron utilizados por el sistema financiero para incrementar sus disponibilidades e inversiones y para disminuir sus otros pasivos. Las disponibilidades registraron una expansión principalmente asociada a mayores depósitos de encaje

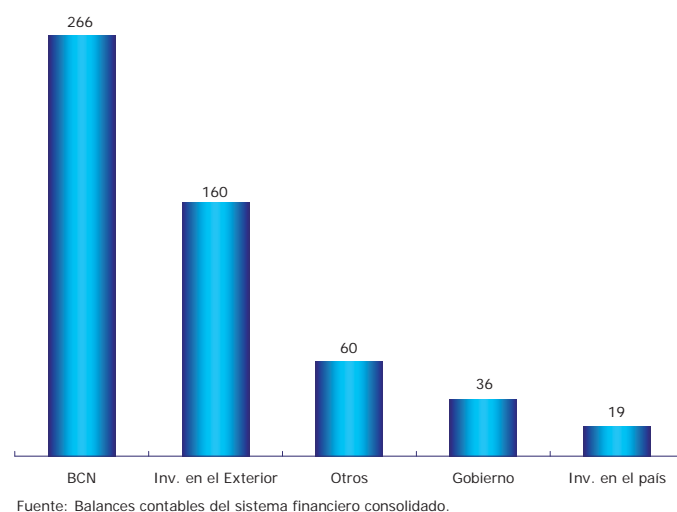
en el BCN, así como a mayores depósitos en bancos del exterior y del país.

Gráfico III-13  
Disponibilidades por rubro  
(flujos en millones de córdobas)



Las mayores tenencias de inversiones de la banca se concentraron en Letras del BCN e inversiones en el exterior. Al igual que en el trimestre anterior, la banca continuó modificando su portafolio de activos dando mayor ponderación a instrumentos de alta rentabilidad relativa y bajo riesgo.

Gráfico III-14  
Inversiones totales por instrumento  
(flujos en millones de córdobas)

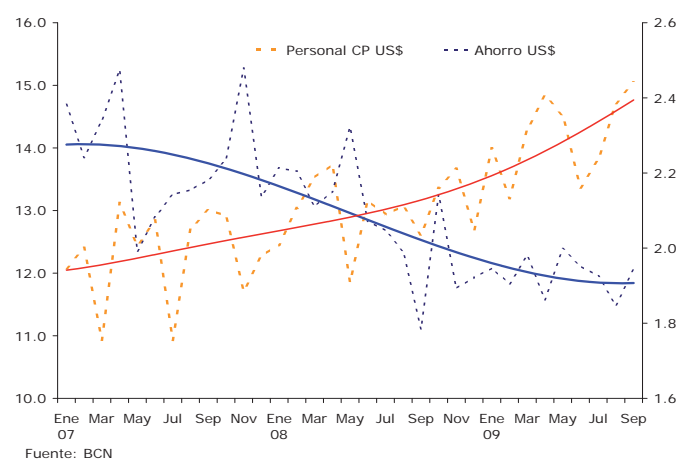


## Tasas de interés

A fin de compensar los menores ingresos financieros en concepto de crédito, el sistema financiero ha incrementado el diferencial entre las tasas activas y pasivas promedio, encareciéndose así el proceso de intermediación.

Esto puede observarse al analizar la evolución de instrumentos representativos de activos y pasivos como son la tasa pasiva de ahorro en moneda extranjera y la tasa activa de crédito personal de corto plazo. Se observa una tendencia a aumentos en la tasa activa y disminución en las tasas pasivas, no obstante en septiembre se presentó una leve reversión.

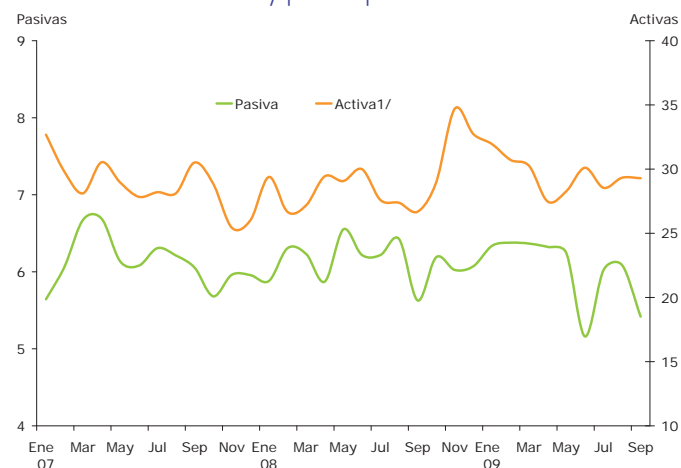
Gráfico III-15  
Tasa de interés del Sistema Financiero



Así al cierre de septiembre, la tasa activa promedio del sistema cerró en 29.3 por ciento, lo que equivalió a 81 pbs por debajo de la tasa registrada a junio de 2009. Esta contracción fue principalmente inducida por la reducción en las tasas cobradas y la mayor participación de los sectores de tarjetas de crédito, comercial y ganadero.

Por otra parte, la tasa pasiva promedio del sistema aumentó ligeramente en 26 puntos base con respecto a junio 2009, finalizando en 5.4 por ciento. El incremento en la tasa pasiva se explicó principalmente por el aumento en la tasa de los depósitos colocados a 1 mes, 6 meses y 9 meses de plazo. La cual fue parcialmente atenuada por la disminución en las tasas de los recursos de más largo plazo (1 año y más de 1 año). Con estos movimientos, el margen financiero registró una caída de 107 pbs, con respecto al cierre de marzo 2009.

Gráfico III-16  
Tasas de interés activa y pasiva promedio



1/ : Incluye tarjetas de crédito y sobregiros.  
Fuente: BCN

## Abreviaturas

ALBANISA	:	Alba de Nicaragua S.A.
CBPI:	:	Certificado de Bono de Pago por Indemnización
BCN	:	Banco Central de Nicaragua
BM	:	Base monetaria
CBPI	:	Certificados de Bonos por Pagos de Indemnización
CEPAL	:	Comisión Económica para América Latina
CIF	:	Cost, Insurance and Freight (costos, seguros y fletes)
DGA	:	Dirección General de Servicios Aduaneros
FED	:	Reserva Federal de los Estados Unidos de América
FMI	:	Fondo Monetario Internacional
IED	:	Inversión Extranjera Directa
IMAE	:	Índice Mensual de Actividad Económica
INSS	:	Instituto Nicaragüense de Seguridad Social
IPC	:	Índice de Precios al Consumidor
MAGFOR	:	Ministerio Agropecuario y Forestal
MHCP	:	Ministerio de Hacienda y Crédito Público
OMA	:	Operaciones de Mercado Abierto
PIB	:	Producto Interno Bruto
RIB	:	Reservas Internacionales Brutas
RIN	:	Reservas Internacionales Netas
RINA	:	Reservas Internacionales Netas Ajustadas
SIBOIF	:	Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras
SPNF	:	Sector Público No Financiero
TEI	:	Títulos especiales de inversión

