

Boletín Trimestral

VOLUMEN VII No 1

Enero - Marzo 2005



Gerencia de Estudios Económicos

Banco Central de Nicaragua

CONSEJO EDITORIAL

JOSE FELIX SOLIS
Gerente de Estudios Económicos

NINA CONRADO
Sub-Gerente Programación Económica

JOSE DE JESUS ROJAS
Sub-Gerente Investigaciones Económicas

LEONEL TORRES
Jefe Unidad de Estudios Financieros

HIPARCO LOAISIGA
Jefe Departamento de Demanda

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
	SECCION II
4	PRINCIPALES ASPECTOS DE LA EVOLUCIÓN ECONÓMICA
6	Precios
8	Empleo
10	Salarios
	SECCION III
10	PANORAMA MONETARIO
11	Programa monetario
12	Operaciones de mercado abierto
12	Agregados monetarios
13	Panorama del sector bancario
15	Tasas de interés
	SECCION IV
16	FINANZAS PÚBLICAS
17	Resultados fiscales
20	Reformas estructurales
	SECCION V
25	SECTOR EXTERNO
25	Balanza de pagos
29	Financiamiento y deuda externa pública

	SECCION VI
32	EVOLUCIÓN DEL SISTEMA BANCARIO Y SEGUROS
32	Activos
35	Pasivos
36	Situación patrimonial
39	Evolución del sector seguros
	SECCION VII
44	RESERVAS INTERNACIONALES Y DEUDA EXTERNA
44	Reservas internacionales
46	Saldo de deuda externa
	ARTICULO
49	NOTA METODOLÓGICA SOBRE TÉCNICAS CUANTITATIVAS: SERIES DE TIEMPO

Resumen ejecutivo

La economía mundial siguió mostrando síntomas de desaceleración, en particular el comercio mundial y la producción industrial, resultado de la tendencia alcista del petróleo. Las economías desarrolladas mostraron crecimientos moderados, en contraste con las fuertes expansiones de las economías emergentes. La economía estadounidense registró desaceleración, particularmente en el gasto en consumo. Al mismo tiempo, la Reserva Federal aumentó la tasa de interés, el déficit fiscal registró un máximo histórico y el dólar estadounidense registró sendas apreciaciones frente al euro y el yen.

En este contexto, la economía nicaragüense mostró vulnerabilidad externa, reflejada en el deterioro del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, financiado por recursos externos netos tanto del sector público como privado, y parcialmente por pérdidas de activos de reservas y financiamiento excepcional. Los precios internacionales favorecieron las exportaciones, principalmente de origen agrícola y manufactura. Sin embargo, la expansión de los precios de las importaciones fue mayor, lo cual provocó un mayor deterioro de los términos de intercambio (5.7%).

Los impulsos originados por la demanda externa, y la expansión del consumo privado y de la inversión pública, principales motores de la demanda interna en este trimestre, estimularon el dinamismo observado principalmente en las actividades agrícola, pecuario, industria manufacturera, construcción y minería. Sin embargo, la actividad económica en su conjunto está dando señales más moderadas, como ya se había previsto, lo que podría indicar el inicio de una fase cíclica desacelerada posterior a la expansión observada en 2004.

La inversión pública, especialmente en construcción, registró altas tasas de crecimiento tanto en términos nominales como reales, aunque menores a las que se observaron en 2004. Los indicadores individuales de recursos y usos asociados al consumo privado, señalan de manera sólida que este componente del gasto se expandió en este trimestre. El salario promedio nacional, el salario real, las transferencias y el financiamiento para consumo continuaron en su senda de expansión, a la vez que se produjeron aumentos en las importaciones de bienes de consumo no duradero, en el crédito comercial y en la actividad de comercio según IMAE.

En la inflación registrada a este período se manifestó el impacto de los precios del petróleo, que además de reflejarse de manera directa sobre los bienes energéticos, influyó indirectamente sobre los costos de producción. La estacionalidad de bienes perecederos ejerció un efecto importante sobre los precios internos en este período. Ambos factores ejercieron un importante efecto sobre la inflación interanual (8.69%), superior en 1.5 puntos porcentuales a la inflación del mismo período del año pasado, y provocaron un aumento en la brecha respecto al indicador subyacente.

El empleo formal, según INSS, presentó mayor crecimiento que la actividad económica. Esto sugiere que éste, más que seguir el ritmo cíclico, está siendo determinado por el proceso de fiscalización que ha desarrollado la institución desde 2004. En cambio, la producción y las exportaciones mostraron un comportamiento más acorde con la desaceleración cíclica. En tanto, los salarios reales tuvieron una reacción relativamente neutral. Individualmente, el salario real del gobierno central creció 6.8 por ciento, seguido por la actividad de construcción (5.3%) y servicios comunales, sociales y personales (3.3%). El resto de actividades registraron reducciones en los salarios reales, pese al aumento experimentado por los salarios nominales.

Todo indica que las expansiones cíclicas observadas hasta 2004 han comenzado a revertirse, reforzando los pronósticos en torno a un resultado más modesto de la actividad económica en 2005. Las consideraciones alrededor de tres elementos señalados en 2004 como esenciales (profundidad de las reformas estructurales, mecanismos eficientes de distribución del ingreso y comprensión de los costos alternativos del crecimiento económico) siguen vigentes en tanto no se logre consenso nacional. Los efectos de la transmisión del ciclo observado en los Estados Unidos podrían estarse manifestando en Nicaragua, a la vez que aspectos asociados a las expectativas podrían estar incrementando la desaceleración de la economía en lo que resta del año, actuando de forma pro cíclica.

Por su parte, el programa monetario estuvo orientado a reducir la vulnerabilidad del régimen cambiario, a través de la reducción de deuda interna y del costo del financiamiento, y del fortalecimiento de la credibilidad del régimen. El buen desempeño del programa permitió mantener en niveles bajos la tasa de corte de los títulos y reducir deuda interna más allá de lo programado; el BCN decidió colocar C\$95 millones en letras a 6 meses y C\$103 millones a un año, con un costo de financiamiento de 4.8 por ciento, inferior al de la deuda vencida (6.5%). Adicionalmente, la autoridad monetaria mantuvo abiertas las líneas de liquidez hacia el sector financiero, sin variar el encaje legal (16.25 %), tanto para los depósitos en córdobas y dólares. La política cambiaria se mantuvo inalterada (5% de deslizamiento anual), lo que ayudó a evitar el deterioro de la competitividad externa al mantener relativamente constante el tipo de cambio real.

La política fiscal se encaminó por la reducción del déficit y mayores asignaciones para gasto en pobreza. Para ello, se continuará mejorando los niveles de recaudación y el gasto público deberá ser consistente con una menor brecha fiscal. Este desempeño previsto para 2005 se desarrolla en un contexto de alzas del petróleo, lo que introduce alteraciones en los precios y mayores presiones al gasto público.

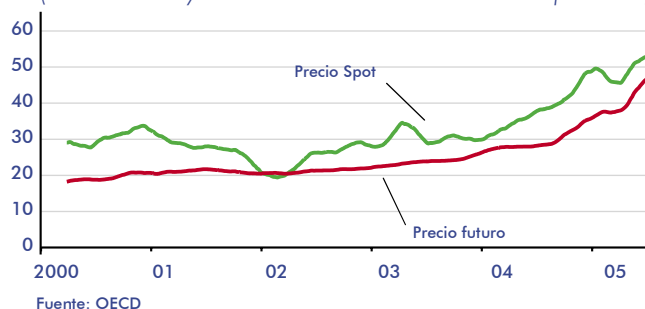
En la balanza de pagos se observó un deterioro mayor de la cuenta corriente, respecto a marzo de 2004. El principal factor sigue siendo la dimensión de la brecha comercial de bienes (US\$299.6 millones) y su tendencia creciente (US\$60.4 millones mayor al 2004). El alza en el petróleo y derivados, y los impulsos de demanda provenientes de la mayor actividad económica doméstica influyeron en la expansión de las importaciones. El deterioro de la cuenta corriente fue amortiguado por un incremento en las remesas familiares del exterior. La cuenta de capital y financiera mostró un balance positivo de 125.7 millones de dólares, siendo inferior en 16.6 millones de dólares al 2004. Los flujos de recursos externos netos del sector público y privado financiaron el déficit de la cuenta corriente en 67.1 por ciento. El resto fue financiado con pérdidas de activos de reservas por 31.4 millones de dólares (16.8 %) y financiamiento excepcional de 30.3 millones de dólares (16.1 %).

Sección I

Contexto internacional

En el primer trimestre de 2005, el crecimiento de la economía mundial (3.8%) continuó en la senda desacelerada observada desde la segunda mitad de 2004. El resultado observado en este trimestre se produce en armonía con un comportamiento también desacelerado del comercio mundial y la producción industrial, influido a su vez por el tendencia alcista del petróleo que ha afectado los costos energéticos.

Gráfico I-1
Alza del Petróleo WTI
(Precios diario y media móvil tres meses en dólares por barril)

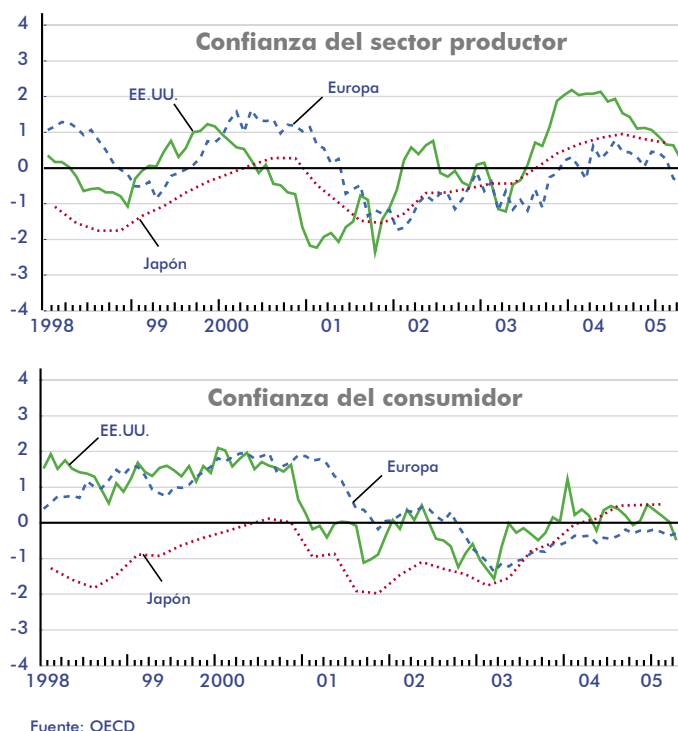


Desde la óptica geográfica, las regiones económicas tuvieron un comportamiento relativamente disímil en el trimestre. Los países industrializados, que lideran la economía mundial, mostraron crecimientos moderados, ajustado a las expectativas en el caso de Estados Unidos, y muy escaso en el caso de la zona del euro y Japón, en contraste con el fuerte crecimiento de economías emergentes como China. En este sentido, el FMI expresó que los riesgos inminentes para la economía mundial se centran en la situación fiscal y el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos, lo que se complementa con las bajas tasas de crecimiento de la zona euro. En tanto, el Banco Mundial ha puesto atención a los movimientos en la tasa de interés, los precios del petróleo y el crecimiento de China, calificándolos como los principales determinantes del desempeño económico mundial en el primer trimestre del año.

La economía estadounidense presentó un crecimiento de 3.5 por ciento, cercano al pronóstico (3.6%) y menor al observado en el último trimestre de 2004 (3.8%). Analistas estiman que el crecimiento registrado en este periodo será el mayor del año, impulsado por la aceleración de las exportaciones de bienes, la inversión en construcción residencial y en equipos de procesamiento de la información y software, y el crecimiento, aunque desacelerado, del gasto en consumo. Por otra parte, la inflación anualizada de este trimestre fue 3.2 por ciento, y se espera sea la mayor del año.

La Reserva Federal prosiguió con su política monetaria acomodativa, expresando mayor preocupación por la inflación. La tasa de interés de referencia cerró el trimestre con 2.75 por ciento, teniendo tres incrementos consecutivos de 25 puntos base en cada reunión efectuada en lo que va del año. Estos incrementos se dieron a pesar que el reporte de empleos durante marzo fue menor en 50 por ciento a las expectativas del mercado, alcanzando 110,000 empleos creados en el mes. Los cambios en la tasa de interés que realizó la FED no tuvieron un efecto similar en los Bancos Centrales de Europa y Japón, que

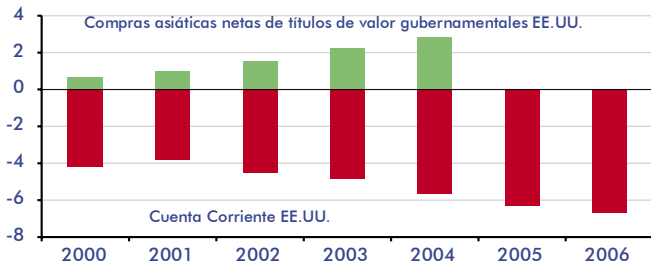
Gráfico I-2
Índices de Confianza
(Variaciones interanuales desviación estándar)



mantuvieron constante su tasa de interés en 2 y 0 por ciento, respectivamente, por la ausencia de dinamismo interno.

El déficit comercial de Estados Unidos alcanzó su nivel histórico, acercándose a casi 6 por ciento del PIB, influenciado por el efecto de mayores importaciones provenientes de China, debido a la liberalización de cuotas en el sector textil. Esto provocó una nueva oleada de demandas proteccionista de parte de Estados Unidos y la Unión Europea, solicitando el uso de salvaguardias para protección de la industria doméstica.

Gráfico I-3
Financiación asiática del déficit de cuenta corriente de EE.UU.
(% del PIB EE.UU.)

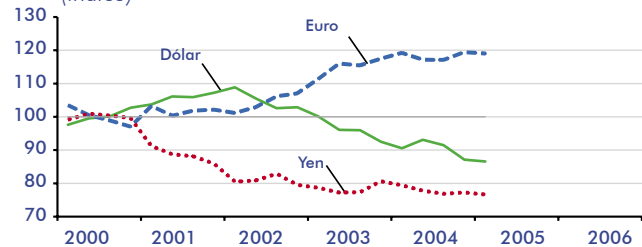


Fuente: OECD

Durante el primer trimestre, el dólar se apreció en 5 y 35 por ciento con relación al yen y euro, respectivamente. No obstante, el anuncio de Corea del Sur de diversificar sus reservas denominadas en dólar por otra moneda extranjera causó un descenso considerable en la moneda norteamericana. El 45 por ciento del total de títulos valores estadounidense está en manos de extranjeros, del cual más de la mitad está en bancos centrales, lo que ha servido para financiar el déficit fiscal de los Estados Unidos. Aquellos bancos de origen asiático mantienen el 64 por ciento de sus reservas en dólares (US\$1.5 billones), siendo los principales tenedores Japón, China, Taiwán y Corea del Sur.

En el caso europeo, además del factor alcista del petróleo, influyó la falta de políticas y reformas públicas, y la escasa confianza de empresarios y consumidores. A finales de marzo, el Consejo Europeo reformó el Pacto de Estabilidad para reforzar su carácter preventivo, luego de que tres países mantuvieran niveles de déficit por encima de 3 por ciento, esto aunado a una lenta

Gráfico I-4
Índice de tipo de cambio efectivo real
(índice)



Fuente: OECD

recuperación de la economía alemana. El Banco Central Europeo se mostró preocupado por el exceso de liquidez y el incremento en los precios inmobiliarios que podrían tener consecuencias inflacionarias en el futuro cercano. Adicionalmente, la depreciación del tipo de cambio tuvo efectos sobre el crecimiento regional, alcanzando 0.5 por ciento durante el primer trimestre, respaldado por la demanda interna.

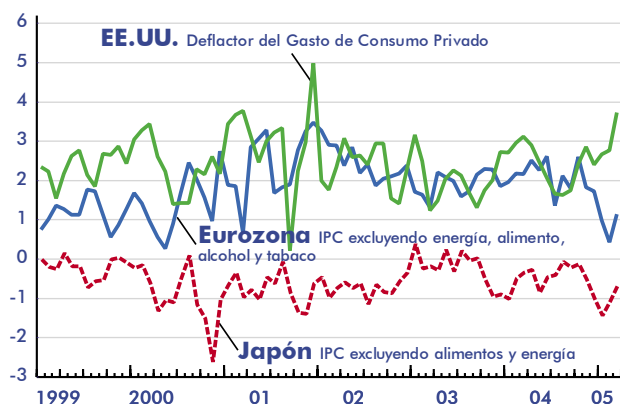
En la región asiática, la tasa de crecimiento de China (9.5%) continuó marcando la pauta de las economías emergentes, al igual que la India. El Grupo G-7 y el Departamento de Tesoro de Estados Unidos solicitaron que China modifique el tipo de cambio del yuan, que actualmente está fijado al dólar. El gobierno chino no dio respuesta a esta petición, alegando la ausencia de adecuadas condiciones económicas a nivel doméstico.

Los países de Sudamérica se caracterizaron por el menor ritmo de crecimiento y la desaceleración de sus exportaciones. Argentina fue afectada por un incremento en la inflación, luego de que los servicios regulados y los productos perecederos de carne vacuno y lácteos experimentaran alzas, generando una presión sobre el ingreso disponible. Por otra parte, se logró un canje histórico del 75 por ciento de su deuda soberana, no obstante todavía falta negociar el pago de intereses vencidos. Brasil, el país con mayor comercio en la región, tuvo un descenso en el ritmo de crecimiento por menor demanda externa ligada a la actividad comercial de sus principales socios (China y MERCOSUR). Asimismo, Chile tuvo una caída en el aporte de las exportaciones en su crecimiento económico, consecuencia de menor dinamismo mundial.

Para México y Centroamérica se estima un crecimiento de 3.7 por ciento durante 2005, el cual estará estrechamente relacionado con el ritmo de la actividad económica de los Estados Unidos y las remesas familiares. En Centroamérica, las remesas fueron el principal motor de crecimiento de la demanda interna, que en algunos países se inclinó como fuente relevante para financiar incremento de las importaciones.

Los países centroamericanos reflejaron dinamismo en sus sectores exportadores y lograron atraer mayor inversión a sus actividades agro-manufactureras. La economía costarricense mostró expansión en la actividad turística, y alcanzó buenos resultados en el sector externo, particularmente a través de una desaceleración de sus importaciones. Sin embargo, el Banco Central de Costa Rica observó que los incrementos en la tasa de interés a nivel mundial podrían tener efectos adversos en su economía, debido al alto volumen de deuda pública de este país. Por su parte, Guatemala se destacó por ser el único país que no amplificó su déficit comercial respecto al año anterior, alentado por menores importaciones de bienes no transformados. Las estadísticas de Honduras y El Salvador reflejaron mayor demanda privada financiado principalmente por el flujo de remesas del exterior, que sumado a una recuperación en la inversión privada y mayor dinamismo en las exportaciones agrícolas lograron un entorno positivo.

Gráfico I-5
Tendencias de Inflación
(Variación porcentual trimestral, anualizado)



Más allá del plano meramente geográfico, continuó produciéndose una afectación global producto de las alzas continuas del petróleo. La evolución de los precios de este insumo presentó un perfil volátil, pero con una tendencia claramente alcista, cerrando el trimestre con un precio de US\$56.80 el barril. A las presiones de demanda generadas por el acelerado crecimiento de economías emergentes, se agregan elementos asociados a la oferta. Un contexto afectado por temperaturas menores en la región noreste de Estados Unidos, problemas de abastecimiento en Irak, Nigeria, Golfo de México y Noruega, e incertidumbre, generada por la OPEP, acerca de la disponibilidad de producción en los países exportadores, fueron los tópicos relevantes en este trimestre. Durante este período, la OPEP sostuvo dos reuniones en donde se decidió aumentar la cuota de producción, con opción a mayores incrementos en el segundo trimestre del año.

En la línea de las expectativas, una de las noticias que más impactó el mercado de petróleo fue el cambio de perspectiva que publicó Goldman Sachs, uno de los principales analistas energéticos a nivel mundial, alterando el mercado bursátil porque elevó la banda de precios proyectados, situando el límite superior en US\$105 el barril, siendo US\$80 anteriormente. El efecto del alza hizo que el World Economic Outlook notara la importancia de la volatilidad del precio de petróleo en las proyecciones de crecimiento para este año.

Entre el mercado de bienes primarios, el precio del café, mostró una tendencia alcista, alcanzando 120 centavos de dólar la libra por la creciente demanda y el déficit de producción en la cosecha 2004/05 en los principales países productores por el efecto bianual del café.

Sección II

Principales aspectos de la evolución económica

La actividad económica en Nicaragua ha mostrado un comportamiento expansivo en los últimos 12 meses, vinculado al buen desempeño de la mayor parte de las actividades que registra el IMAE (índice mensual de actividad económica), y favorecida por impulsos originados en los distintos componentes del gasto. Sin embargo, a juzgar por los resultados de las tasas de variación observadas, el IMAE registró un comportamiento desacelerado en el período enero-marzo, respecto al último trimestre de 2004. Los efectos del alza de combustibles podrían estar manifestándose desde inicios de 2005, lo que potencialmente llevará a la economía a una desaceleración en el resto del año. Las presiones al alza del petróleo generadas por la demanda de economías emergentes, han sido incrementadas por factores que afectan la oferta en países como Estados Unidos, Irak y Nigeria, lo que a su vez ha repercutido en desaceleración de algunas economías industrializadas.

Comportamiento de las actividades

El IMAE indica que la economía nicaragüense se desaceleró en el margen, esto significa un menor crecimiento en el primer trimestre de 2005, respecto al observado en el último trimestre de 2004, según indican las tasas de crecimiento interanual (5%) y promedio anual (5.7%). La tasa promedio anual registrada por el IMAE en este período es resultado del comportamiento relativamente homogéneo de todas las actividades económicas. Los resultados individuales oscilaron desde actividades de notable expansión (financiero, construcción, minería y pecuario), hasta actividades que experimentaron una leve contracción (gobierno y transporte). El crecimiento que ha mostrado la economía nicaragüense es congruente con los impulsos que se originaron por el lado del gasto, según se observó en indicadores parciales asociados a éste.

La actividad agrícola creció 2.0 por ciento promedio anual como resultado de la mayor producción de caña de azúcar, maní, soya y ajonjolí. El fuerte incremento en

la producción de ajonjolí se explica por el apoyo especial a través del Plan Nacional Libra por Libra, mientras que la mejora en precios internacionales fue el estímulo de la expansión en maní. Los granos básicos, en cambio, se vieron afectados por condiciones climáticas adversas, disminuyendo el área sembrada en la época de primera, sin llegar a provocar una contracción del agregado agrícola.

La actividad pecuaria mostró un buen desempeño en el trimestre, al registrar un crecimiento promedio anual de 7.4 por ciento, superior a la expansión registrada al mes de marzo de 2004 (6.2 %), explicado por aumentos en la extracción total de ganado vacuno, motivada principalmente por los buenos precios internacionales de la carne, así como de aumentos significativos de las exportaciones en pie y un mayor ritmo de crecimiento de la matanza de aves.

La actividad minera, por su parte, registró una variación promedio anual de 8.0 por ciento, debido a aumentos en el volumen extraído en la minería no metálica, especialmente de piedra cantera y hormigón. La minería metálica tuvo un comportamiento un tanto disímil. Por un lado, el oro experimentó una caída en el valor de sus exportaciones debido a una disminución en el volumen, no obstante el incremento en precios. La plata, por su parte, registró un aumento en el valor de exportaciones, ocasionado por el aumento en precios, a pesar de la disminución en su volumen.

El ligero incremento en la actividad de pesca (0.1%) fue posible por el incremento en el volumen de captura de camarón, no obstante las disminuciones sufridas en los volúmenes extraídos de langosta y pescado, explicados por escasez de recursos y bajo rendimiento de los barcos pesqueros.

De enero a marzo del presente año, la producción de la actividad industrial, mostró signos positivos, sustentado fundamentalmente, en las ramas de alimentos, bebidas, tabaco, cuero, calzado y minerales no metálicos. En su conjunto aportaron aproximadamente el 80 por ciento del valor de la producción del sector. Los rubros que destacaron con mayores niveles de producción fueron la carne de pollo, leche pasteurizada, y carne de ganado vacuno, incidiendo favorablemente en éste último, el crecimiento del crédito para actividades ganaderas de corto plazo.

Los bienes de la industria fiscal que registraron aumentos en sus volúmenes de producción fueron roncs, cervezas y aguas gaseosas. En el caso de la producción de roncs, un elemento que contribuyó en su resultado, fue la apertura de nuevos mercados fuera del área. De igual forma, el reinicio de operaciones comerciales con antiguos socios ubicados en el exterior incidió favorablemente en el desempeño de la producción de roncs.

No obstante, se observaron caídas en algunas ramas industriales, las cuales impidieron alcanzar un mayor dinamismo del sector. Dichas ramas fueron papel e imprenta, madera y productos de madera, productos metálicos, maquinaria y artículos eléctricos y no eléctricos.

Tabla II-1
Índice Mensual de Actividad Económica
(variación interanual)

Sectores	I Trimestre Serie Original		al mes de marzo IMAE 12 Meses	
	2004	2005	2004	2005
IMAE GENERAL	7.9	5.0	4.6	5.7
1. Agrícola	11.0	(3.7)	3.8	2.0
2. Pecuário	8.7	6.2	6.7	7.4
3. Pesca	8.5	(9.4)	0.2	0.1
4. Industria	7.8	8.9	3.4	5.9
5. Construcción	9.4	(0.1)	8.1	10.4
6. Minero	47.4	(8.1)	7.8	8.0
7. Comercio	5.3	9.7	1.7	6.3
8. Gobierno General	1.4	2.8	1.4	(0.2)
9. Transporte y Comunicaciones	5.1	(1.1)	3.4	(1.5)
10. Financiero	18.9	14.1	22.8	24.2
11. Energía y Agua	7.9	2.7	6.0	3.5

Fuente: Gerencia de Estudios Económicos - BCN

Comportamiento de indicadores del gasto

La medición indirecta del gasto, que tradicionalmente se ha hecho a través del comportamiento de indicadores parciales, muestra que los componentes de éste han estimulado la expansión económica. Los mayores impulsos se han originado en el consumo privado y la inversión pública por parte de la demanda interna, y por el auge observado en las exportaciones desde 2004.

La inversión mostró el mayor empuje en el componente público, que registró un crecimiento interanual del 66.7 por ciento, en términos nominales. Las instituciones que hicieron posible esta expansión fueron el MTI, ENACAL, FISE y MECD. El MTI se destacó por la continuación de los proyectos de rehabilitación de carreteras (San Lorenzo-Muhán y Chinandega-Guasaule), así como proyectos de adoquinados, dirigidos al mejoramiento de vías urbanas en distintos municipios del país. El FISE ejecutó proyectos de obras viales y sistemas de agua potable, mientras que ENACAL continuó la ejecución del proyecto denominado Modernización de la Gestión de Servicios de Agua Potable y Alcantarillado. Finalmente, el MECD continuó la ejecución del proyecto de arrastre relacionado con la rehabilitación de instalaciones escolares de educación básica y media, así como del Programa de Reconstrucción Regional para América Central. El componente de construcción experimentó un incremento del 70 por ciento respecto al I trimestre de 2004, siendo el MTI la institución que mayor aportó a dicho crecimiento.

Por su parte, la inversión privada tuvo un fuerte empuje en el componente de construcción, que registró dinamismo en los destinos económicos residencial y comercio en Managua, mientras que el destino de servicio en el resto de departamentos fue el principal impulsor de su dinamismo. Esta expansión registrada en la construcción es consistente con el incremento en volúmenes de producción de algunos materiales, tales como cemento, asfalto y adoquines (6.0%, 23.6% y 58.3% respectivamente), registrados en el IMAE.

Por su parte, las importaciones de bienes de capital se expandieron, indicando un crecimiento del componente de maquinaria y equipo. El agregado público registró un incremento de 54.2 por ciento, destacándose instituciones, como ENACAL, MINSA y MTI, en las que sus proyectos se destacaron por ser muy intensivos en maquinaria y equipo.

Los indicadores asociados al consumo privado señalan un crecimiento de este componente en el primer trimestre de 2005, respecto a igual período de 2004. Se registró crecimiento del salario promedio nacional (8.6 %) y del salario real (0.2 %), al mismo tiempo que otras fuentes como las transferencias y el financiamiento para consumo continuaron en su senda de expansión. Las remesas familiares experimentaron un incremento del 5 por ciento, mientras los préstamos personales y el endeudamiento

Tabla II-2
Inversión pública, ejecución al I trimestre
(millones de córdobas)

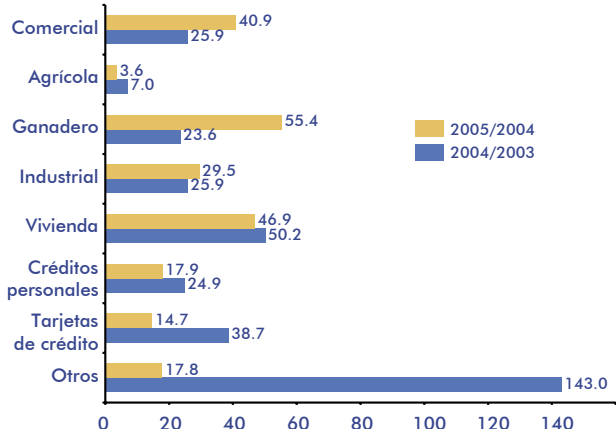
Institución	I Trimestre		Variación %
	2004	2005	
Ministerio de Transporte e Infraestructura	185.4	311.4	68.0
Empresa Nac. de Acueductos y Alcantarillados	65.5	82.7	26.3
Instituto de Desarrollo Rural	48.3	42.5	(12.2)
Empresa Nacional de Transmisión Eléctrica	62.1	43.3	(30.2)
Fondo de Inversión Social de Emergencia	146.3	148.6	1.6
Ministerio de Salud	54.6	15.1	(72.3)
Ministerio de Educación Cultura y Deportes	7.3	136.9	1,772.8
Otras Instituciones	52.5	256.3	388.0
TOTAL	621.9	1,036.8	66.7

Fuente: Sistema Nacional de Inversión Pública (SNIP)

por tarjetas de crédito, registraron incrementos de 17.9 y 14.7 por ciento, respectivamente. La expansión de estos indicadores parciales estuvo en consonancia con el uso de estos recursos: aumentos en las importaciones de bienes de consumo no duradero, el crédito dirigido a la actividad comercial y el comportamiento del comercio medido en el IMAE.

Las transacciones con el resto del mundo señalan un aumento en las exportaciones, impulsadas por crecimientos de bienes agropecuarios y manufacturados. Los bienes importados de mayor crecimiento fueron petróleo, combustibles y lubricantes y bienes de consumo no duradero.

Gráfico II-1
Crecimiento interanual de los saldos de crédito a marzo de cada año por actividad
(en términos nominales)



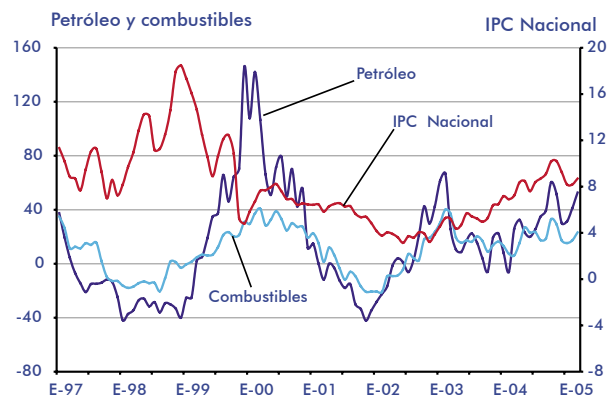
Precios

Durante el primer trimestre del año 2005, el comportamiento de la inflación presentó una tendencia creciente debido a los aumentos en el precio del petróleo, lo que generó incrementos en los precios de los combustibles, superiores a los registrados en igual período de 2004. El comportamiento de la inflación también estuvo influido por alzas de bienes perecederos, debido a la estacionalidad de su producción (cítricos, maíz, leche y sus derivados).

Adicionalmente, el alza del petróleo afectó indirectamente los precios de diversos rubros alimenticios a través de los costos de producción y transporte. Por consiguiente, las presiones al alza vía costos, en lo que resta del año 2005, estarán ligadas a la evolución de los precios del petróleo.

El aumento en el precio internacional del petróleo se reflejó en el incremento de precios de los combustibles: gasolina (16.7 %) y diesel (14.6 %), lo que representó una contribución de 0.6 puntos porcentuales a la inflación acumulada del período.

Gráfico II-2
IPC Nacional, petróleo y combustibles
(variación porcentual interanual)



La inflación acumulada al finalizar el primer trimestre fue 2.82 por ciento (3.35% en igual período del año pasado). Por su parte, la inflación interanual se ubicó en 8.69 por ciento, superior en 1.5 puntos porcentuales a la inflación del mismo período del año pasado.

El repunte inflacionario del primer trimestre del año motivó la revisión de la estimación del nivel inflacionario para 2005 (5.5 – 7%). La incorporación de nueva información para la proyección dio como resultado que la inflación de este año se ubicará en el rango de 8.5 a 9.3 por ciento.

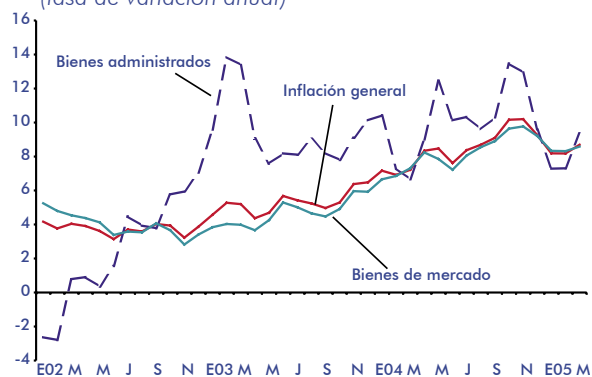
Tabla II-3
Inflación trimestral y contribución al IPC nacional, según capítulos III trimestre
(porcentajes y puntos porcentuales)

Capítulos	Ponderación (%)	Inflación acumulada			Contribución marginal		
		2003	2004	2005	2003	2004	2005
Índice general	100.0	2.64	3.35	2.82	2.64	3.35	2.82
Alimentos y bebidas	41.8	1.26	3.66	2.58	0.51	1.50	1.09
Vestimenta y calzado	6.8	0.55	0.83	0.43	0.03	0.05	0.02
Vivienda	9.8	3.74	3.59	0.84	0.39	0.38	0.09
Muebles, acces. y enseres domésticos	7.6	1.05	1.96	1.76	0.08	0.14	0.12
Serv. médicos y conserv. de la salud	5.1	2.95	1.30	1.59	0.15	0.07	0.08
Transporte y comunicaciones	8.5	10.18	6.42	6.80	0.93	0.61	0.66
Esparcimiento	3.5	0.49	-0.28	1.58	0.02	-0.01	0.05
Enseñanza	9.8	4.46	5.24	5.35	0.47	0.56	0.56
Otros gastos	7.2	0.75	0.84	2.32	0.05	0.06	0.15

Fuente: Encuestas BCN

Por su parte, los bienes administrados registraron un incremento de 4.62 por ciento durante el primer trimestre (0.63 puntos), en donde se destaca el incremento en los precios de los combustibles que representa el 93.5 por

Gráfico II-3
Inflación general, bienes de mercado y bienes administrados
(tasa de variación anual)



ciento de la inflación de este grupo. No obstante, la mayor contribución a la inflación trimestral fue aportada por los bienes de mercado (2.18 puntos, a pesar de que el incremento reflejado por este grupo de bienes fue menor que el de los bienes regulados (2.53%).

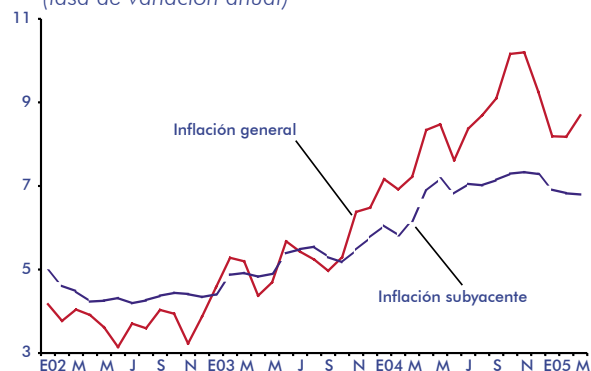
Inflación subyacente

Al utilizar el indicador subyacente para aislar el efecto de los combustibles en el nivel general de precios, se observa que cuando los combustibles han presentado una tendencia al alza, la inflación general ha sido superior que la inflación subyacente; y se ha observado un comportamiento inverso cuando los precios de los combustibles tienen una tendencia a la baja.

Este comportamiento se replicó para este nuevo evento de alza de combustibles, observándose una ampliación de la brecha entre la inflación general y subyacente. Así, la inflación subyacente acumulada en el primer trimestre fue 2.23 por ciento, inferior en 0.5 puntos porcentuales a la inflación general acumulada en el mismo período.

La inflación subyacente interanual presentó una tendencia descendente durante el primer trimestre del año, pasando de 7.28 por ciento en diciembre de 2004 a 6.79 por ciento en marzo de 2005, debido a que los incrementos de precios se debieron principalmente a perturbaciones en la oferta de productos.

Gráfico II-4
Inflación nacional y subyacente
(tasa de variación anual)



Índice de precios de materiales de construcción

El índice de precios de materiales de construcción continuó con la tendencia creciente que experimentó durante el año 2004, al registrar una variación promedio anual de 30.6 por ciento al primer trimestre de este año. El capítulo de Metales y Derivados observó el mayor incremento (67.0 %), seguido de Madera y Techos (36.4 %).

En el trimestre de referencia, la variación acumulada del índice fue de 9.3 por ciento. Los componentes de maderas, techos, cemento y derivados aportaron el 97.2 por ciento del crecimiento acumulado. Las mayores contribuciones provinieron de las alzas registradas en las láminas de zinc lisas y corrugadas, y en las maderas de pino y pochote, que proporcionaron conjuntamente una contribución marginal de 8.3 puntos porcentuales, seguida por la participación de las bolsas de cemento (0.4 puntos porcentuales).

Es importante destacar que el comportamiento del capítulo de metales y derivados se mantuvo relativamente estable en el primer trimestre de este año, en comparación con el mismo trimestre del año anterior. Después que el precio de los materiales componentes se estabilizó a partir de agosto del año 2004, su nivel permaneció superior al que existía antes del repunte en los precios, ocasionado por la elevada demanda china en los primeros meses del año 2004. Los principales materiales que componen este capítulo son las varillas de acero, las cuales ponderan 88 por ciento del mismo.

Gráfico II-5
Capítulo de metales y derivados
Enero 2003-Marzo 2005

(índices)

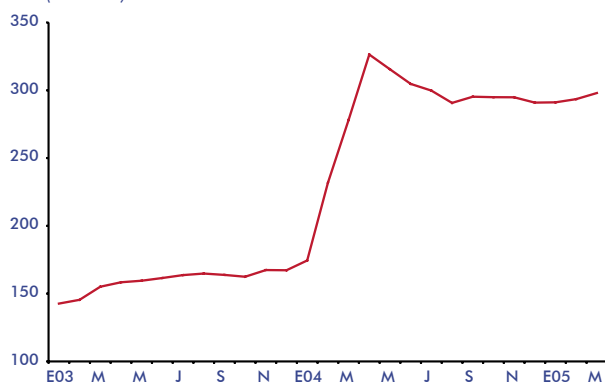


Tabla II-4
Variación acumulada y contribuciones marginales al IPMC

(porcentajes y puntos porcentuales)

Capítulo	Variación acumulada		Contribución marginal	
	I trim 2004	I trim 2005	I trim 2004	I trim 2005
IPMC	11.9	9.3	11.9	9.3
Maderas y techos	10.1	13.4	6.1	8.4
Cemento y derivados	3.4	2.8	0.9	0.7
Electricidad e iluminación	3.4	0.0	0.1	0.0
Metales y derivados	66.3	2.4	4.8	0.2
Sanitarios y pisos	1.3	1.1	0.0	0.0

Fuente: Gerencia de Estudios Económicos BCN

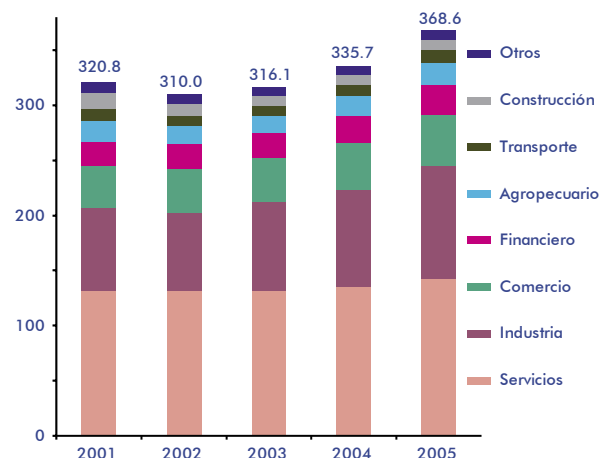
Empleo

Durante el primer trimestre de 2005, la cantidad de ocupados afiliados al INSS creció 9.8 por ciento, 3.6 puntos porcentuales mayor que el comportamiento alcanzado en igual período del año anterior. En valores absolutos, se contabilizaron en promedio 32,887 afiliados más que en el primer trimestre de 2004.

Todas las actividades económicas elevaron el número de asegurados, siendo las principales fuentes: la industria manufacturera, construcción, comercio, agricultura, establecimientos financieros y servicios comunales, sociales y personales.

Gráfico II-6
Ocupados afiliados al INSS
por actividad económica (enero -marzo)

(miles de personas)



La significativa incorporación de afiliados al INSS se corresponde con el buen desempeño mostrado por la actividad económica en general y continúa siendo beneficiada por el programa de fiscalización implementado por dicha institución en lo que va del año. Este comportamiento es congruente con los resultados de la encuesta de hogares para la medición del empleo realizada en noviembre de 2004 que registró un incremento en la formalidad del empleo.

Tabla II-5
Afiliados al INSS según actividad económica
(número de personas)

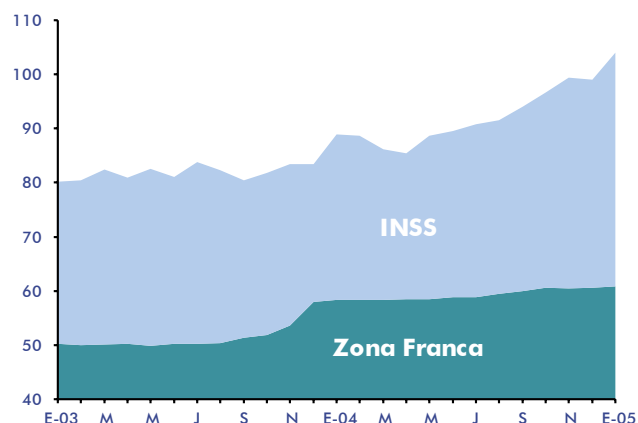
Rama de Actividad	Enero - Marzo			Variación %	
	2003	2004	2005	04/03	05/04
Total	316,070	335,684	368,571	6.2	9.8
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	14,956	17,947	20,702	20.0	15.4
Minas y canteras	1,807	2,088	2,247	15.6	7.6
Industria manufacturera	80,987	87,944	102,631	8.6	16.7
Electricidad, gas y agua	5,704	6,053	6,349	6.1	4.9
Construcción	8,429	9,029	10,019	7.1	11.0
Comercio, restaurantes y hoteles	39,057	42,192	46,068	8.0	9.2
Transp., almacén. y comunicaciones	9,826	10,031	10,788	2.1	7.6
Establecimientos financieros y seguros	23,135	24,995	27,303	8.0	9.2
Serv. personales, comunales y sociales	132,090	135,348	142,447	2.5	5.2
Actividades no especificadas	80	57	17	(28.9)	(70.6)

Fuente: INSS

La industria manufacturera incorporó 14,687 trabajadores en comparación con similar período de 2004. La cantidad de empresas adscritas al régimen de zonas francas totalizó 81 al finalizar el primer trimestre de 2005 (66 en el primer trimestre de 2004), contribuyendo a la generación de 3,557 empleos directos, durante ese período. Las 15 nuevas empresas se distribuyeron en las siguientes ramas: 10 en vestuario, 1 en metálicos, 2 en artículos eléctricos/no eléctricos, 1 en química y 1 en productos diversos.

Los servicios comunales, sociales y personales registraron una incorporación de 7,100 personas, provenientes de los servicios de enseñanza y salud y de otros servicios comunales, que mostraron mejoras en su actividad económica. Por su parte, comercio, restaurantes y hoteles contribuyó con 3,875 empleados incorporados al INSS, como resultado de nuevas inversiones en

Gráfico II-7
Ocupados afiliados al INSS actividad manufacturera y empleos directos de Zona Franca
(miles de personas)

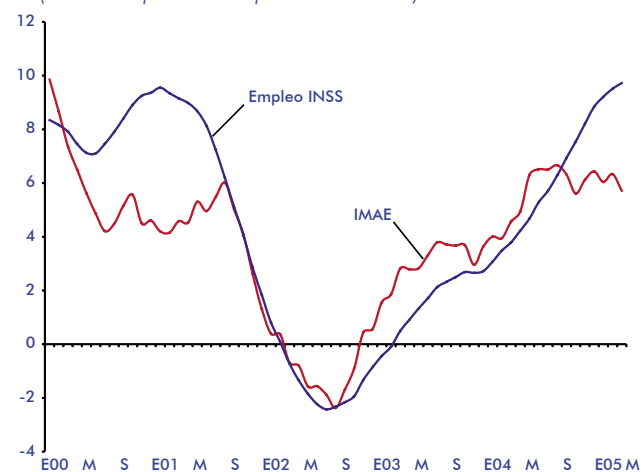


instalaciones comerciales y al buen desempeño que viene mostrando dicha actividad.

El nivel de empleo de los afiliados al INSS presentó un crecimiento interanual de 11.0 por ciento en la actividad de construcción, que se corresponde con 990 asegurados agregados durante el período. Este aumento en los afiliados al INSS es consistente con el dinamismo que ha mostrado esta actividad.

El número de asegurados al INSS en la agricultura creció interanualmente 15.4 por ciento, impulsado por el repunte de las actividades agroexportables, incorporando 2,755 afiliados al INSS.

Gráfico II-8
IMAE y empleo INSS
(variación porcentual promedio anual)



El índice de actividad económica continúa manteniendo una tendencia altamente correlacionada con el empleo registrado en el INSS, observándose una tasa de crecimiento anual del empleo de 9.73 por ciento en marzo, mientras que el IMAE lo hizo a una tasa de 5.64 por ciento. No obstante, en el último semestre se ha observado que la brecha entre el crecimiento promedio anual de ambos indicadores se ha ampliado, lo que se presume es consecuencia de la incorporación de afiliados como resultado del programa de fiscalización del INSS.

Salarios

El salario promedio nacional creció interanualmente 8.6 por ciento durante el primer trimestre de 2005; sin embargo, el repunte inflacionario restó dinamismo a los salarios reales, los cuales crecieron 0.2 por ciento.

Tabla II-6
Indicadores básicos de salarios I trimestre

Conceptos	Salario nominal		variación	Salario real ^{1/}		variación
	2004	2005	%	2004	2005	%
			05/04			05/04
Salario promedio						
Nivel nacional	3,555	3,862	8.6	1,519	1,522	0.2
Gobierno central	3,267	3,782	15.8	1,396	1,491	6.8
Asegurados INSS	3,349	3,578	6.8	1,431	1,411	(1.4)

^{1/} córdobas de 1994

Fuente: MITRAB, MHCP e INSS

El salario del gobierno central creció 15.8 por ciento, impulsado por el reordenamiento salarial en algunas instituciones del Estado durante este periodo. El incremento del salario nominal en el gobierno central superó el promedio trimestral del índice de precios al consumidor, posibilitando una tasa de crecimiento interanual de salario real de 6.8 por ciento.

El salario percibido por los afiliados al INSS creció 6.8 por ciento, ubicándose por debajo del crecimiento de los precios, por lo que se registró una caída en el salario real de 1.4 por ciento.

Las actividades que consiguieron aumentar interanualmente sus salarios reales en el primer trimestre de 2005 fueron: la construcción (5.3 %) y servicios comunales, sociales y personales (3.3 %). El resto de

actividades económicas registran disminuciones en sus salarios reales a pesar del incremento en sus salarios nominales.

Tabla II-7
Salario promedio de los afiliados del INSS según actividad económica

Rama de Actividad	Nominales		variación	Reales ^{1/}		variación
	2004	2005	%	2004	2005	%
			05/04	05/04		
Total	3,349	3,578	6.8	1,431	1,411	-1.4
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	2,602	2,668	2.5	1,112	1,052	-5.4
Minas y canteras	4,331	4,684	8.2	1,851	1,848	-0.2
Industria manufacturera	2,455	2,473	0.7	1,049	975	-7.0
Electricidad, gas y agua	6,084	6,457	6.1	2,599	2,546	-2.1
Construcción	3,122	3,562	14.1	1,334	1,405	5.3
Comercio, restaurantes y hoteles	4,040	4,331	7.2	1,726	1,708	-1.1
Transp., almacén. y comunicaciones	5,509	5,740	4.2	2,353	2,264	-3.8
Establecimientos financieros y seguros	5,050	5,413	7.2	2,157	2,134	-1.1
Serv. comunales, sociales y personales	3,219	3,603	11.9	1,375	1,421	3.3
Actividades no especificadas	1,652	2,570	55.6	706	1,013	43.5

^{1/} Córdobas de 1994

Fuente: INSS

Sección III

Entorno monetario

En este trimestre, el banco central continuó trabajando con el objetivo de reducir la vulnerabilidad del régimen cambiario, reduciendo el saldo de su deuda interna así como su costo de financiamiento. A pesar de que las dificultades políticas y el alza en las tasas de interés internacionales presionaron al aumento de la tasa de rendimiento demandada por los títulos del BCN, el buen desempeño de su programa monetario permitió mantener en niveles bajos la tasa de corte de sus títulos y reducir deuda interna más allá de lo programado. Así, el monto liberado vía reducción de deuda alcanzó los C\$319 millones en concepto de amortizaciones de principal, y C\$88 millones por costo financiero (excluyendo las operaciones con el gobierno central). Adicionalmente, la autoridad monetaria mantuvo hacia el sector financiero abiertas las líneas de liquidez, así como el porcentaje de

encaje requerido sobre el total de obligaciones con el público (16.25 %), tanto para los depósitos en moneda nacional como extranjera.

A pesar del aumento del precio de los combustibles y de su impacto sobre la inflación doméstica, la autoridad monetaria decidió mantener inalterada la política cambiaria, manteniendo la tasa de deslizamiento preanunciada en 5 por ciento anual. Lo anterior se fundamenta básicamente en que la política cambiaria del BCN se basa en un horizonte de planeación de largo plazo, por lo que desvíos en el corto plazo de la inflación respecto a su ancla nominal no se ajustan vía cambios en la tasa de deslizamiento, más aun cuando estos desvíos provienen de factores exógenos. A su vez, el no reducir el ritmo de deslizamiento ayudó a evitar el deterioro de la competitividad externa al mantener relativamente constante el tipo de cambio real.

Al igual que en los meses anteriores, las tasas pagadas por la mayoría de los depósitos a plazo mostraron indicios de continuar con su tendencia descendente, a pesar del alza de las tasas de interés internacionales. La dinámica anterior revela la existencia de factores característicos de la industria bancaria nicaragüense, los cuales han creado un ambiente propicio para la existencia de rigideces en la transmisión de los determinantes externos hacia las tasas pasivas. Por un lado, la política de reducción de deuda interna que se ha llevado a cabo durante los últimos meses ha provisto al sistema financiero de un considerable volumen de recursos líquidos, el cual ha sido un factor relevante en el rezago con el cual los incrementos en las tasas externas se han transmitido a las tasas nacionales. Por otro lado, el elevado grado de concentración, que caracteriza el sistema financiero nicaragüense y que ha

aumentado recientemente por la fusión de dos entidades financieras, aunado a la fuerte segmentación de mercado, son factores que empíricamente también han mostrado capacidad de reducir la reacción de las tasas domésticas a factores externos.

Programa monetario

El programa monetario estuvo orientado a resguardar la sostenibilidad del régimen cambiario evitando el deterioro excesivo de las reservas internacionales y manteniendo los indicadores de cobertura de reservas brutas sobre base monetaria en niveles similares a los observados en diciembre 2004. Debido a que la política de encaje permaneció inalterada, el mecanismo de defensa de las reservas internacionales se sustentó en el manejo del crédito interno, especialmente en las operaciones de mercado abierto y la acumulación de recursos del gobierno. Así, durante el trimestre, la acumulación de recursos por parte del sector público no financiero (C\$271 millones), contrarrestó parcialmente la expansión de la política monetaria originada por la reducción de deuda.

Los recursos del gobierno en el BCN se incrementaron debido a la combinación de distintos factores: el aumento en la recaudación originado por el mayor impulso económico, la contracción del gasto corriente y el mayor monto de desembolsos externos que permanecieron

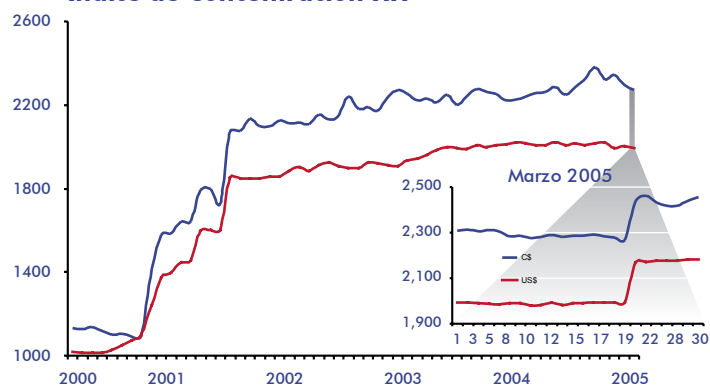
Tabla III-1
Panorama monetario del BCN I trimestre 2005
(flujo en millones de córdobas)

Conceptos	Programa	Observado	Margen (+) Desvío (-)
1.- Reservas internacionales netas ajustadas (3-2)	(241)	(294)	(53)
Reservas internacionales netas ajustadas a/	(15)	(18)	(3)
2.- Oferta interna de base monetaria (2.1+2.2) b/	177	250	(73)
2.1- Política fiscal	184	(87)	271
Posición del Gobierno en el BCN	184	(116)	300
Empresas Públicas	0	29	(29)
2.2- Política monetaria	(7)	337	(344)
Títulos	(28)	290	(318)
Cuasi-fiscal	185	171	15
Otros	(165)	(124)	(41)
3.- Demanda de base monetaria	(64)	(45)	20
Numerario	(93)	(227)	(134)
Caja de bancos	206	208	3
Encaje	(177)	(26)	151

a/ : Millones de dólares.

b/ : Oferta interna de base mayor que la demanda de base genera pérdidas de reservas interacionales

Gráfico III-1
Índice de Concentración HH



en el banco central. Por su parte, las expansiones del BCN provinieron de la redención neta de títulos (C\$290 millones) y del resultado cuasi fiscal (C\$170 millones), que superaron las contracciones originadas por el alivio del FMI (C\$242 millones), FOGADE (C\$65 millones) y otras instituciones (C\$13 millones).

Los movimientos de la política fiscal y monetaria mencionados anteriormente originaron una reducción de US\$18 millones en las reservas internacionales ajustadas.

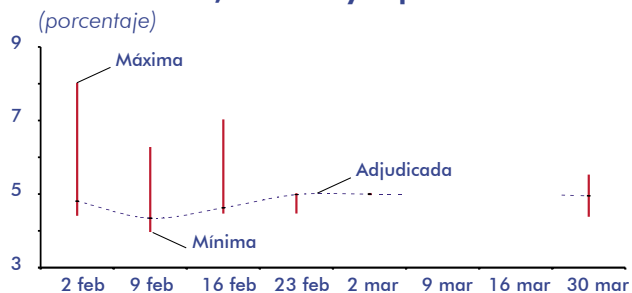
En cuanto al cumplimiento de las principales variables del programa, éstas se evaluaron en relación a las proyecciones realizadas y discutidas con el FMI en octubre del año 2004. El resultado fue un leve desvío con respecto a las estimaciones previas en las RINAS (US\$3.1 millones) y una mayor reducción de deuda interna (US\$21 millones).

Operaciones de Mercado Abierto

A inicios del trimestre el Consejo Directivo del BCN aprobó el calendario de emisión de títulos de deuda del BCN; autorizando una emisión de Letras a 6 meses por un monto equivalente a US\$15 millones; y dos emisiones de Letras a un año por un monto de US\$20 millones cada una. El mecanismo de asignación de Letras continuó siendo vía precio, a través de subastas competitivas, permitiendo al mercado revelar su precio y al BCN aceptar aquellas posturas en línea con su función objetivo: resguardar un nivel de reservas internacionales adecuado que le permita garantizar la estabilidad del régimen cambiario y, simultáneamente, minimizar el costo financiero de los instrumentos emitidos.

El BCN ofertó la emisión a 6 meses y la primera emisión a 12 meses, recibiendo posturas por un total de C\$638 millones, con tasas que oscilaron entre el 4.0 y el 8.0 por ciento. Del total demandado, el BCN decidió colocar C\$198 millones en Letras (C\$95 a 6 meses y C\$103 a un año); y redimió C\$546 millones entre principal e intereses. El costo del refinanciamiento de la deuda este trimestre (4.8%) fue 162 pbs inferior al de la deuda vencida (6.5%). Adicionalmente, el BCN pagó el primer cupón del bono a 3 años, vendido en agosto pasado, por un monto equivalente a C\$8 millones. Con estos movimientos la entrega neta de liquidez al sector privado fue de C\$355 millones.

Gráfico III-2
Tasas mínimas, máximas y adjudicadas



Los TEI se continuaron colocando a las empresas públicas a través de ventas directas y el mecanismo de asignación de tasa de interés permaneció invariable con respecto al año anterior: en moneda nacional, la tasa se ajustó de acuerdo al rendimiento de las Letras; mientras que en moneda extranjera se siguieron las fluctuaciones en la tasa de rendimiento de las reservas internacionales. Para los TEI del gobierno central, la tasa de rendimiento devengada a partir de enero del presente año, se fijó en un porcentaje igual al rendimiento promedio ponderado de las reservas internacionales en 2004 (1.38%).

Las empresas públicas disminuyeron en el neto sus inversiones en TEI en C\$29 millones, y recolocaron C\$476 millones por títulos que se vencieron en este período, impactando el resultado cuasifiscal en C\$24 millones. Por su parte, el gobierno central registró una disminución de sus tenencias de TEI por C\$292 millones, debido a que en el mes de enero se vencieron C\$712 millones de la provisión que había constituido para el pago de BPI. El impacto de esta redención fue amortiguado por la colocación de C\$167 millones (US\$10 millones) provenientes del pago de la tercera cuota del contrato de administración de Enitel, cancelada en 2004 y que se encontraba formando parte de los depósitos del gobierno central en el BCN; y por la provisión de C\$169 millones realizada por el MHCP para el pago de BPI en el mes de agosto y el pago del treceavo mes. Las operaciones de títulos de deuda con el gobierno central aumentaron las pérdidas de la autoridad monetaria en C\$24 millones.

Agregados monetarios

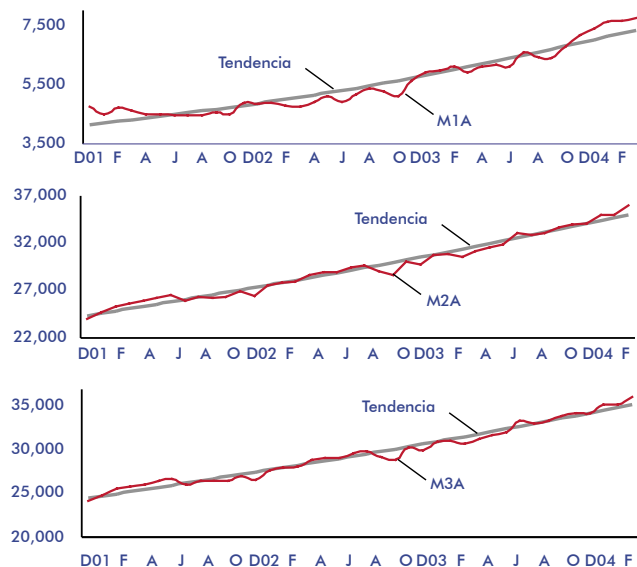
Durante el primer trimestre de 2005, la expansión de los agregados monetarios estuvo acorde con el crecimiento económico, implicando que la velocidad de circulación del dinero se mantuvo relativamente

constante. Lo anterior sugiere que, en un ambiente de co-circulación de monedas, se mantuvo la credibilidad en la moneda nacional. Así, aunque el M1A haya incrementado su saldo en C\$329 millones (30.6% en términos interanuales), los agregados de mayor amplitud reflejaron sendas de crecimiento consistentes con el crecimiento del PIB esperado (15,2%). De esta manera, el agregado más amplio, M3A, incrementó su saldo en C\$1,915.7 millones, lo que equivale a un crecimiento interanual de 17.6 por ciento, mientras el M2A creció C\$1,895 millones (17.6% en términos interanuales).

A nivel sectorial, durante el período enero a marzo, el sector privado aumentó sus depósitos transferibles en C\$385 millones y el cuasi dinero en C\$1,275 millones. Por su parte, el SPNF aumentó en C\$171 millones los depósitos transferibles y en C\$297 millones el cuasi dinero.

El sector privado, consistente con su preferencia, incrementó los depósitos a la vista y ahorro en C\$903 y C\$763 millones, respectivamente, mientras reflejó una reducción de C\$40 millones en los depósitos a plazo. Esta preferencia por liquidez se observó en la tasa de crecimiento del numerario y depósitos transferibles, los que crecieron 21 y 37 por ciento, respectivamente.

Gráfico III-3
Agregados monetarios M1A, M2A y M3A
(millones de córdobas)



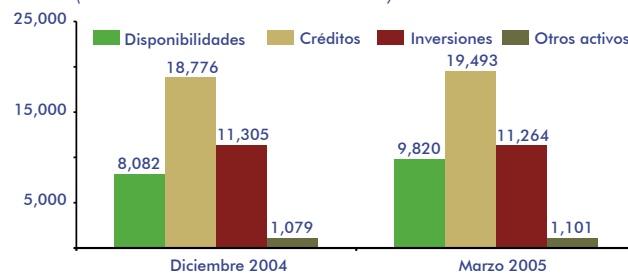
Por su parte, el sector público, incrementó C\$364 millones sus depósitos a la vista, C\$90 millones los de ahorro y C\$15 millones los a plazo.

Panorama del sector bancario

El sistema financiero nicaragüense continuó con su proceso de consolidación, aumentando su saldo de activos a C\$41,672 millones (57% del PIB) y fortaleciendo su indicador de profundidad financiera (M3A como proporción del PIB), el cual pasó de 47 por ciento (diciembre de 2004) a 49 por ciento. Por otro lado, la estructura del mercado de depósitos también se modificó, incrementándose su grado de concentración en 8 por ciento. Este cambio fue el resultado del proceso de absorción a través del cual el Banco Caley Dagnall fue asumido por el Banco de la Producción.

En el trimestre, las fuentes de recursos del sistema financiero totalizaron C\$2,477 millones, cuyos orígenes fueron el aumento de depósitos, C\$2,115 millones; el aumento de las obligaciones financieras, C\$312 millones; y la reducción de inversiones, C\$41 millones. Estos fondos le permitieron a la banca aumentar sus disponibilidades, C\$1,738 millones, y expandir su cartera de créditos, C\$717 millones, entre otros.

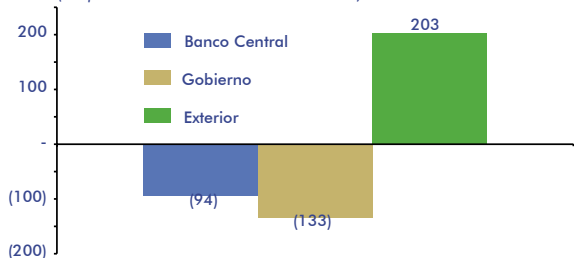
Gráfico III-4
Activos del sistema financiero
(saldo en millones de córdobas)



Los principales insumos con los cuales la banca realizó sus operaciones de intermediación fueron los depósitos, los cuales crecieron 7 por ciento en el trimestre y 18 por ciento en términos interanuales. Estos recursos provinieron esencialmente del sector privado residente cuyo aporte fue de C\$1,542 millones, de los cuales los hogares aportaron el 51 por ciento y las empresas el 49 por ciento. Los hogares mostraron su preferencia por los depósitos de ahorro, los cuales crecieron C\$473 millones, mientras las empresas asignaron sus recursos en el sistema financiero principalmente en depósitos a la vista,

expandiéndose éstos en C\$609 millones. La caída del saldo de depósitos a plazo se debió principalmente a los movimientos de las empresas privadas que redujeron este tipo de depósitos en C\$130 millones. Respecto al sector público, éste colocó sus nuevos recursos principalmente en depósitos a la vista, los cuales se expandieron en C\$364 millones.

Gráfico III-5
Inversiones del sistema financiero
(flujo en millones de córdobas)



La evolución del saldo de inversiones reflejó la política de redención de deuda interna del programa monetario del BCN, así como un cambio en las preferencias de la banca respecto a la composición de su portafolio de inversiones. Durante el trimestre, la tenencia de valores del Estado se redujo en C\$227 millones, de los cuales C\$94 millones correspondieron a títulos del BCN y C\$133 millones a valores del gobierno. Cabe señalar, que debido al registro del saldo de inversiones en base devengado, la reducción en el saldo de inversiones que reporta la banca fue menor a la redención neta que realizó el BCN. Los recursos liberados en este proceso de reducción de deuda fueron utilizados por la banca para incrementar sus inversiones en el exterior, las que se expandieron C\$203 millones. Desde una perspectiva global, el portafolio de inversiones redujo su participación dentro de la cartera de activos de la banca, pasando del 29 al 27 por ciento.

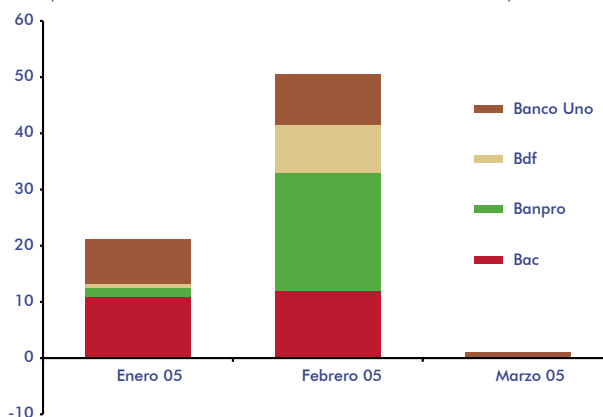
De los fondos captados por la banca, el 29 por ciento se destinó a inyectar recursos crediticios a la economía, con lo que la cartera de crédito se expandió 26.3 por ciento en términos interanuales (3.8% en el trimestre). Los resultados del período revelaron que la banca prefirió hacer uso de sus recursos canalizándolos hacia el sector hogares, C\$1,296 millones, mientras redujo el saldo de su cartera de créditos a empresas privadas (C\$412 millones) y al sector público (C\$163 millones). La evolución de la cartera de crédito en este trimestre como proporción de

los activos totales mostró una leve reducción, pasando del 48 al 47 por ciento. Lo anterior se asocia principalmente con la menor entrega de recursos a las empresas del sector privado, dado que la expansión de la cartera de crédito a hogares fue superior en C\$185 millones a la del último trimestre del año 2004, manteniendo un crecimiento interanual de 36.6 por ciento.

Los fondos restantes fueron utilizados por la banca para consolidar su tenencia de recursos líquidos. Así, las disponibilidades se expandieron C\$1,738 millones, pasando a representar 24 por ciento de la cartera de activos totales. La estructura subyacente de la evolución de las disponibilidades mostró que la banca optó por reducir sus costos por recursos ociosos colocando durante el trimestre C\$905 millones en depósitos en el exterior. Respecto a los excesos de encaje, estos se mantuvieron en promedio en C\$352 millones en moneda nacional (finalizando en C\$172 millones) y US\$16 millones en moneda extranjera (finalizando en US\$21 millones). Los elevados montos de liquidez mantenidos en sobreencaje pueden asociarse a varios factores: primero, la totalidad de los recursos captados en concepto de depósitos no fue intermediada; segundo, los recursos provenientes de la reducción del saldo de inversiones generaron un exceso de liquidez estructural; y tercero, la falta de profundidad del mercado financiero, que no permite actualmente generar los incentivos necesarios para absorber estos excesos; entre otros.

Durante el trimestre la liquidez se expandió de acuerdo a la reducción de deuda interna programada (tanto títulos de BCN como del MHCP). Sin embargo, dado el régimen cambiario imperante, la expansión de la

Gráfico III-6
Venta neta de divisas
(mesa de cambio BCN en millones de dólares)



liquidez en moneda nacional más allá de la deseada por los agentes económicos repercutió en el nivel de reservas internacionales. Así, la banca compró a través de la mesa de cambio del BCN un total de US\$72.9 millones, de los cuales el 29 por ciento fue adquirido en enero y el 70 por ciento en febrero, meses en los cuales se dieron las redenciones de deuda.

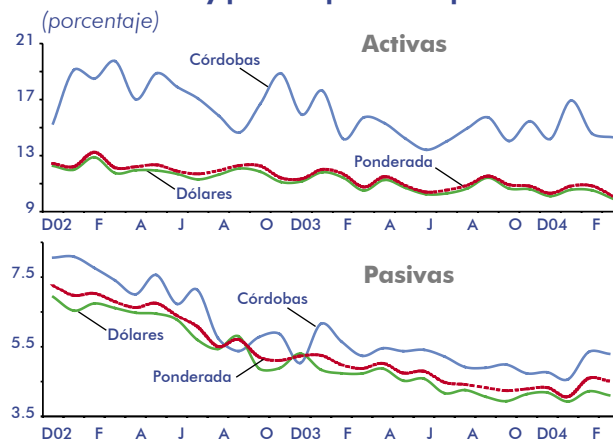
Tasas de interés

La dinámica de las tasas de interés es un indicador fundamental para analizar la evolución del costo de intermediación de los recursos. Los resultados obtenidos a finales de 2004 mostraron que la banca nicaragüense fue capaz de aumentar su rentabilidad principalmente por una reducción de los gastos financieros, asociados con las obligaciones con el público, en un contexto donde las tasas internacionales emprendían una dinámica alcista. Lo anterior puso en evidencia la existencia de factores internos que permitieron desligar de manera transitoria la dinámica de las tasas pasivas domésticas con las externas.

Al igual que en el semestre anterior, la autoridad monetaria de Estados Unidos (Fed) continuó incrementando sus tasas de referencia (7 veces, al pasar de 1.75% en junio de 2004 a 2.75% en marzo de 2005) y con ello las tasas de interés de corto y largo plazo de su economía (a 3 meses y bonos del gobierno a 10 años), las que incrementaron en 54 pbs y 26 pbs, respectivamente, con relación a diciembre de 2004. Asimismo, se observaron alzas en las tasas de largo plazo de Japón y la Zona Euro.

En el ámbito nacional, la tasa pasiva promedio aumentó 19 pbs con respecto a diciembre 2004, finalizando en 4.51 por ciento en marzo de 2005. Esta alza se debió principalmente al incremento que presentaron los nuevos montos contratados de depósitos a más de un año de plazo, cuya tasa es mayor a la promedio del sistema. El impacto sobre la tasa promedio de esta preferencia por plazos mayores a un año, prevaleció a pesar de la caída generalizada de las tasas en el mercado de depósitos (excepto para los depósitos a un año de plazo). Dado lo anterior, se puede concluir que la dinámica a la baja de las tasas pasivas continuó, y que el aumento registrado se debió meramente a un efecto recomposición, el cual reflejó la preferencia de los agentes económicos por contratar más depósitos con plazos superiores a un año.

Gráfico III-7
Tasas activas y pasivas promedio ponderadas
(porcentaje)



Por otro lado, las tasas de interés activas (excluyendo sobregiros y tarjetas de créditos) disminuyeron 19 pbs con respecto a diciembre 2004, pasando de 10.31 por ciento a 10.12 por ciento. Este movimiento se relacionó tanto con la caída en las tasas de los créditos otorgados al sector comercial e industrial (los cuales representan el 79% del los nuevos créditos contratados), como con el incremento de los montos colocados en el sector industrial.

Sin embargo, las tasas activas para los meses de enero y febrero aumentaron en relación a diciembre 2004 (52 pbs y 53 pbs, respectivamente), lo que se asoció principalmente con el aumento generalizado de las tasas en el mercado crediticio (liderado por el sector comercial). Lo anterior generó un aumento del margen de intermediación en esos meses, respecto a diciembre 2004, a pesar de su caída en marzo en 38 pbs respecto al final del año 2004.

Gráfico III-8
Tasa activas promedios
(porcentaje)

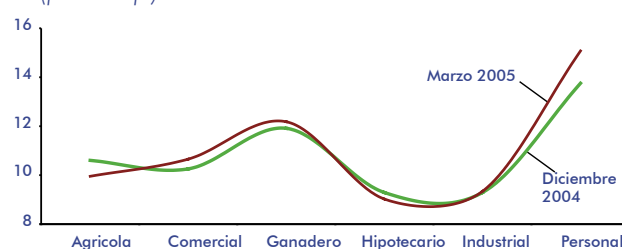


Gráfico III-9
Contribución marginal por sector - Marzo 2005
(porcentaje)

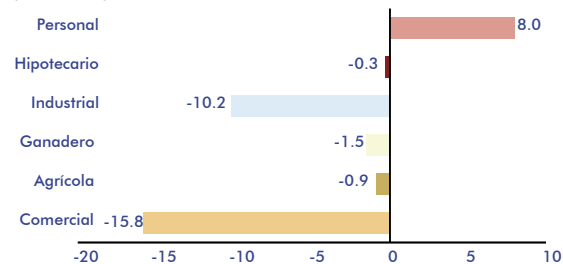
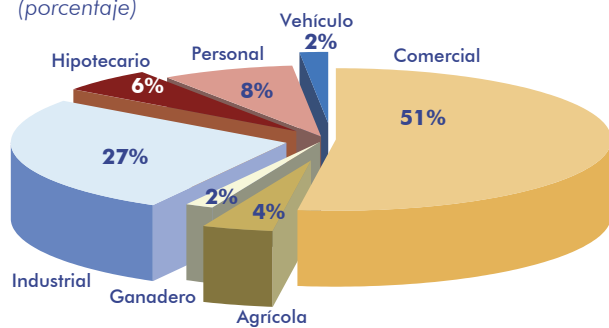


Gráfico III-10
Concentración de los nuevos créditos - Marzo 2005
(porcentaje)



Sección IV

Finanzas públicas

Las decisiones de política fiscal observadas a partir del primer trimestre de 2005, continuarán en el resto del año enmarcadas en la reducción del déficit fiscal y en mayores asignaciones para gasto en pobreza. Para ello, se continuará mejorando los niveles de recaudación y el gasto público deberá ser consistente con una menor brecha fiscal. Este desempeño previsto para 2005 se desarrolla en un contexto de alzas del petróleo, lo que introduce alteraciones en los precios y mayores presiones al gasto público.

Las presiones de gasto se hicieron presentes en el proceso de aprobación del Proyecto de Presupuesto General de la República 2005, cuyas modificaciones conllevaron a un incremento importante del techo presupuestario.

La modificación al techo presupuestario ascendió a 807 millones de córdobas y las reducciones viables se cuantificaron en 163 millones, de tal forma que el incremento neto ascendió a 644 millones de córdobas, de los cuales 390 correspondieron a un mayor gasto corriente, para ajustes de salarios a los sectores de salud y educación, mayores transferencias a los municipios, a los cuales se le aprobó un incremento adicional en el porcentaje utilizado para calcular la partida presupuestaria. La propuesta del Ejecutivo aumentaba dicho porcentaje de 4 a 4.5 por ciento, mientras la Asamblea Nacional aprobó que un incremento de 4 a 6 por ciento. Asimismo, fueron otorgados aumentos para gastos de funcionamiento de la Asamblea Nacional, Corte Suprema de Justicia y Ministerio de Gobernación. Los restantes 254 millones de córdobas se destinaron a un mayor gasto de capital.

Los ajustes salariales en adición a los contenidos en el proyecto de presupuesto consistieron en un bono a los maestros de 433 córdobas, lo que significó una mayor asignación de 33.3 millones de córdobas. Esta propuesta fue objeto de una huelga magisterial que tuvo como objetivo la incorporación de este incremento en el cálculo del salario, en lugar de un bono. Dicha petición fue aceptada por el gobierno debiéndose incorporar el valor de este bono más el propuesto por el Ejecutivo, en el salario del mes de diciembre. En el sector salud se adicionó también para ajustes de salarios 189 millones de córdobas, lo que ajusta en un 60 por ciento los salarios de los médicos y en 30 por ciento los salarios del resto de trabajadores de la salud.

Estas variaciones al gasto significaron un incremento del déficit fiscal de 3.2 a 3.9 por ciento del PIB, generándose una brecha de 0.7 por ciento del PIB, con respecto a la propuesta gubernamental.

El aumento del déficit conllevó a una paralización de las negociaciones con el FMI, mientras no se plantearan las medidas compensatorias, a fin de retornar a los niveles de déficit fiscal comprometidos.

Las medidas aprobadas en marzo correspondieron a una reforma a la Ley de Equidad Fiscal (LEF), que generará parte de los ingresos requeridos para financiar la brecha antes mencionada. En esta ley la Asamblea Nacional incorporó un artículo que reduce las exoneraciones a los

medios de comunicación, lo que motivó la introducción de un veto de parte del poder Ejecutivo.

La reforma consiste en reducción de exoneraciones de impuestos a las importaciones, incremento en el impuesto selectivo de consumo a bienes suntuarios, y la implementación de la proporcionalidad en el sector bancario para fines de calcular las deducciones a la renta bruta gravable. Asimismo, se estableció para este sector una retención a cuenta del IR de 0.4 por ciento sobre los depósitos. También la reforma incluyó el pago de IR a los casinos, entre las reformas más importantes a la LEF.

Como parte de las medidas de ingresos también se armonizó el DAI con el resto de Centroamérica, lo que implicó un aumento promedio de la base gravable del DAI del 5 por ciento.

En este período también se emitió el procedimiento para solicitar el crédito o devolución del IVA por transacciones de productos gravados por tasa cero y otras tasas, según lo estipulado en la (LEF).

De la misma forma, se aprobaron las disposiciones reglamentarias de la Ley de Pesca y Acuicultura, con énfasis en los incentivos fiscales establecidos en la ley, tales como la devolución de los impuestos que gravan la gasolina, la aplicación de los créditos transitorios al pago de los cánones, y las exoneraciones a las materias primas, bienes intermedios y bienes de capital para la pesca y acuicultura artesanal.

Las tarifas por servicios de electricidad, agua potable y transporte público permanecieron inalteradas, a pesar del incremento en los costos. Sin embargo, se prevé que exista presión para ajustes a las tarifas de energía eléctrica y de transporte público. Estos aumentos se han venido postergando desde el año pasado con el congelamiento de las tarifas de agua potable y con la política de subsidio otorgadas por el gobierno central al sector transporte y energía.

Con el fin de garantizar el financiamiento oportuno para la ejecución del Presupuesto General de la República y el refinanciamiento de la deuda interna, la Asamblea Nacional autorizó a la Tesorería de la República emitir en 2005 Letras del Tesoro, por un monto de 30 millones de dólares.

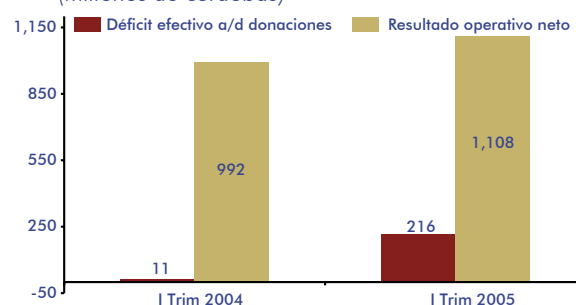
Sobre el particular, se debe señalar que durante el primer trimestre no se lograron colocar Letras del Tesoro, debido a la incertidumbre que provocó el retraso en los pagos de letras que vencían en el primer trimestre del año. La falta de pagos se produjo por la eliminación de partidas presupuestarias, durante el proceso de aprobación del Proyecto de Presupuesto General de la República 2005.

Resultados Fiscales

Los resultados fiscales contienen una ampliación de la cobertura del sector público no financiero, al incluirse en la medición, al Instituto Nicaragüense de Telecomunicaciones y Correos (TELCOR), la Empresa Nicaragüense de Electricidad (ENEL) y la Empresa Portuaria Nacional (EPN).

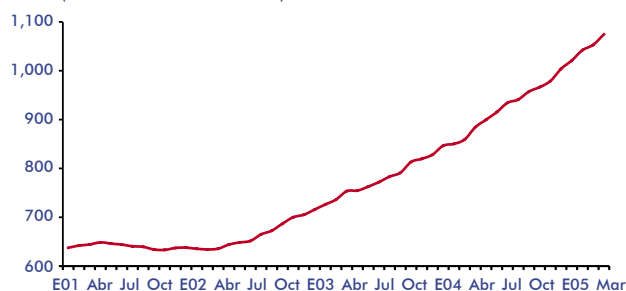
Los resultados del primer trimestre indican una mejora en los indicadores fiscales. El resultado operativo neto aumentó en 12 por ciento con respecto a similar período de 2004. Asimismo, el SPNF exhibió un superávit de efectivo antes de donaciones de 216 millones de córdobas. Los resultados observados se explican principalmente por el repunte que experimentó el ahorro corriente, el cual superó al del año pasado, en 22 por ciento.

Gráfico IV-1
SPNF: Déficit de efectivo antes de donaciones y resultado operativo
(millones de córdobas)



El buen desempeño del ahorro corriente fue consecuencia del dinamismo que experimentaron los impuestos del gobierno central y municipal, así como los ingresos por contribuciones sociales. Los impuestos crecieron 24 por ciento y las contribuciones 16 por ciento.

Gráfico IV-2
Ingresos promedio acumulados a 12 meses
(millones de córdobas)

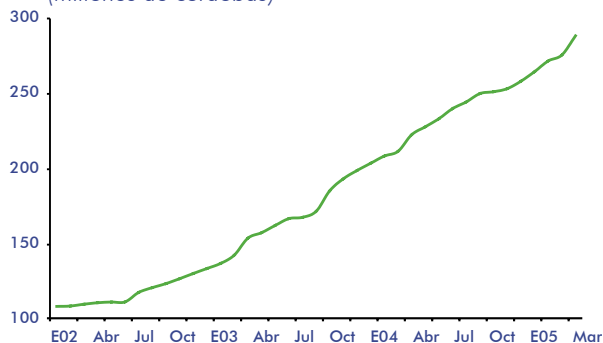


Los niveles de recaudación del gobierno central se han visto fortalecidos por medidas de política tributaria implementadas desde el año pasado, y mejoras administrativas, que incluyen un ordenamiento del sistema impositivo y acciones de fiscalización, las que han contribuido a reducir la evasión fiscal y continuar ampliando el universo de contribuyentes.

Entre los impuestos que presentaron mejoras se encuentran el Impuesto sobre la Renta (IR), los impuestos a las importaciones y el Impuesto Selectivo de Consumo (ISC), los cuales registran tasas de crecimiento de 34, 24 y 19 por ciento, respectivamente.

El comportamiento del IR está relacionado al crecimiento de la actividad económica e implementación de programas especiales, a fin de incorporar contribuyentes al sistema impositivo.

Gráfico IV-3
IR promedios acumulados a 12 meses
(millones de córdobas)



Asimismo, el impuesto al valor agregado (IVA) por transacciones domésticas creció a una tasa interanual del 12 por ciento y el IVA a las importaciones a una tasa del 24 por ciento, los que continúan experimentando

una expansión de la base gravable, principalmente por importaciones de bienes de consumo, elemento que también explica el comportamiento positivo que presentó el Impuesto Selectivo al Consumo aplicado a los bienes importados, el que registró una tasa de crecimiento del 23 por ciento.

Gráfico IV-4
Impuesto sobre el comercio y transacciones internacionales promedio acumulados a 12 meses
(millones de córdobas)

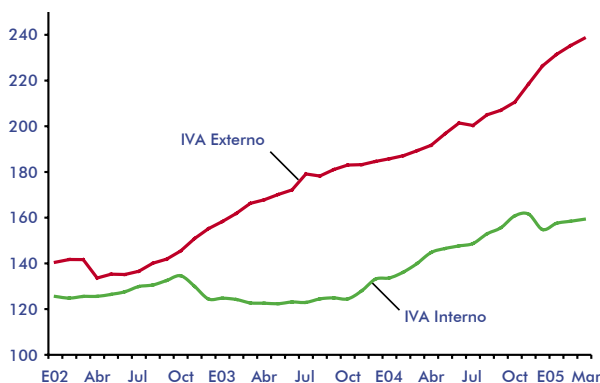


Gráfico IV-5
ISC promedio acumulados a 12 meses
(millones de córdobas)



El ISC aplicado al tabaco, cervezas y rones experimentó una mejora importante en su recaudación, virviéndose la tendencia descendente observada el año pasado. El repunte en el ISC a las gaseosas fue inducido por el incremento en los precios y la introducción de nuevas marcas en el mercado.

Por su parte, el impuesto a los derivados del petróleo experimentó un crecimiento del 18 por ciento, como resultado de incrementos en el consumo de gasolinas

(2.8 por ciento de crecimiento interanual), a pesar del incremento en los precios, sin embargo, cabe destacar que en marzo, ya se observaron caídas en el consumo de diesel y de fuel oil.

Las empresas públicas presentaron una mejor posición del balance operativo, con excepción de la Empresa de Acueductos y Alcantarillados (ENACAL), la cual registró el mismo nivel del año pasado. Lo anterior se explica por menores ingresos extraordinarios, leve crecimiento de los ingresos por servicios y por incrementos en los gastos de operación.

Por el contrario, ENTRESA y ENEL presentaron un incremento en los ingresos de operación, como resultado de la reducción de atrasos, por servicios de transmisión y generación. Lo anterior contribuyó a que el resultado operativo neto de estas empresas mejorara con respecto al año pasado, pese al incremento observado en el gasto.

En lo que respecta a TELCOR la posición operativa neta refleja una leve reducción del superavit, mientras la EPN presenta un incremento importante. Esta última empresa registró un incremento de 19 por ciento en los ingresos de operación, como resultado de una mayor carga movilizada, principalmente por importaciones de bienes.

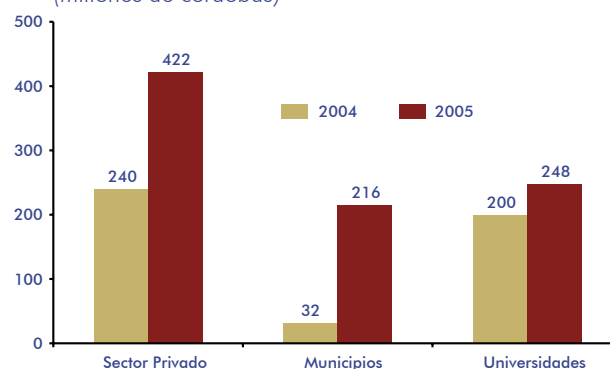
Las operaciones del resto del gobierno general presentaron un panorama diferente. El ahorro corriente del INSS fue superior al observado en 2004, lo que se explica principalmente por el crecimiento de las cotizaciones.

Por su parte, la Alcaldía de Managua registró una mejora en los ingresos de 17 por ciento, debido a una mayor recaudación del impuesto sobre ingresos, impuestos por matriculas y licencias y del Impuesto de Bienes Inmuebles.

Los gastos del SPNF presentaron un crecimiento interanual de 23 por ciento. Las mayores expansiones de registraron en el gobierno central y en INSS. En el gobierno central la expansión del gasto estuvo asociada a mayores transferencias para los municipios y universidades, a mayores pagos de intereses domésticos y a un crecimiento

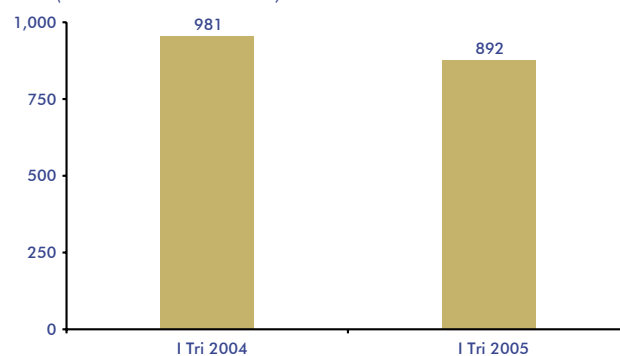
de la nómina por incrementos de salarios ocurridos en la segunda mitad del año pasado. Con respecto al INSS, la expansión del gasto se produjo por un aumento del gasto en pensiones y prestaciones médicas.

Gráfico IV-6
Transferencias del Gobierno I trimestre
(millones de córdobas)



La adquisición neta de activos no financieros del SPNF se redujo 9 por ciento, con relación del primer trimestre de 2004. Con excepción de ENACAL, el resto de instituciones presentaron menores niveles de adquisición neta de activos. En el caso de la Alcaldía de Managua la reducción fue significativa al pasar los montos invertidos de 64 millones en el primer trimestre del año pasado a 8 millones en este trimestre, la razón obedece a inversiones puntuales que se hicieron el año pasado, para la adquisición de equipos y maquinaria recolectoras de basura.

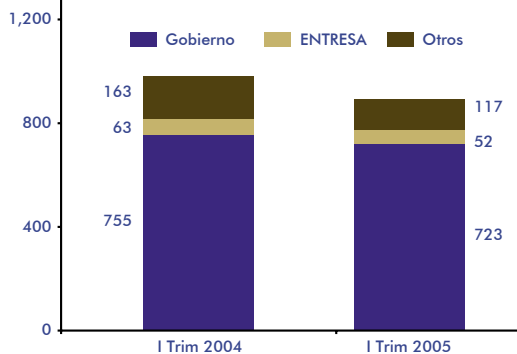
Gráfico IV-7
Adquisición neta de activos no financieros del SPNF
(millones de córdobas)



La mejora en el resultado operativo neto y el menor gasto en la adquisición neta de activos no financieros

conllevaron a que el SPNF presentara un incremento en el superavit de efectivo, al situarse en 216 millones de córdobas, mientras el año pasado este superavit fue de 11 millones de córdobas.

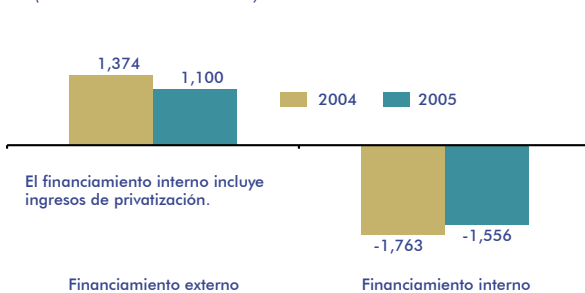
Gráfico IV-8
Adquisición neta de activos
(millones de córdobas)



El financiamiento del SPNF en este período cambió ligeramente su composición, al registrarse una caída, tanto en los préstamos externos netos concesionales, como en donaciones externas.

Los menores recursos externos y de privatización registrados en este trimestre conllevaron a que el gobierno central presentará un crédito menos contractivo en el Banco Central. En este período la acumulación neta de recursos fue de 116 millones de córdobas, nivel inferior al registrado en similar período del año pasado (1,916 millones de córdobas).

Gráfico IV-9
Fuentes de financiamiento del SPNF
I trimestre
(millones de córdobas)



Reformas estructurales

Los progresos más importantes en el primer trimestre se registraron principalmente en el perfeccionamiento de las normas de regulación y supervisión prudencial del sistema bancario, y en la ratificación de ciertas leyes institucionales vetadas por el poder ejecutivo.

En el mes de enero se publicó la Ley de Carrera Judicial, la que tiene como objetivo garantizar la gestión administrativa y financiera del poder judicial. En dicha ley se determinan entre otros aspectos, aquellos relacionados con el ingreso a la carrera judicial, la formación del Consejo Nacional de Administración y Carrera Judicial, el régimen disciplinario y sus sanciones, así como la finalización del mandato de los magistrados. Esta ley fue ratificada de conformidad con la Constitución de la República en noviembre de 2004, en razón de haber sido rechazado el veto parcial de la Presidencia de la República.

De la misma forma, se ratificó la Ley de Superintendencia de Servicios Públicos (SISEP), institución autónoma del Estado que tiene a su cargo las normas que rigen las telecomunicaciones y servicios postales, los servicios de agua potable y alcantarillado sanitario y los servicios de energía eléctrica, en su carácter de ente regulador de los servicios públicos. También se ratificó la Ley Creadora del Instituto de la Propiedad Reformada Urbana y Rural (INPRUR), al que le corresponde como institución especializada, la atención y solución de los asuntos de carácter administrativo, relacionado con la problemática de la propiedad reformada urbana y rural. Estas leyes fueron concebidas por el poder Legislativo y han conducido al inicio de una serie de conflictos entre los poderes Ejecutivo y Legislativo, que han conllevado a que se vislumbren problemas de gobernabilidad.

De conformidad con el fortalecimiento del sistema financiero, la Superintendencia de Bancos (SIB) aprobó la norma sobre la gestión de riesgo de tasa de interés, con el objetivo de establecer disposiciones que permitan el manejo prudente del riesgo de esta variable monetaria.

Las entidades financieras deberán de implementar un sistema, el cual debe reflejar el impacto en el margen financiero y en el valor económico del capital (VEC). El alcance de esta norma es aplicable solamente a las

instituciones bancarias que capten depósitos del público y que están sujetas a la supervisión de la SIB.

También se sancionó el reglamento que dicta las normas y disposiciones de las Centrales de Riesgo Privada (CRP), las cuales están encargadas de brindar servicios de información consolidada y clasificada a las instituciones financieras y empresas sobre deudores del sistema bancario, a fin de mitigar su exposición al riesgo crediticio.

Por otro lado, se reformó la Ley de Garantía de Depósitos en instituciones del sistema financiero, determinándose que el porcentaje sobre la prima que pagarán cada una de las instituciones financieras será

del 0.25 por ciento, más un diferencial dentro de un rango de 0 por ciento a 0.10 por ciento, de acuerdo al nivel de riesgo de cada institución determinado por la SIB. El depositante recibirá un seguro máximo de 10,000 dólares independientemente del número de cuentas que mantenga en la entidad financiera.

La Asamblea Nacional ratificó la ley que establece el uso de las utilidades de HIDROGESA. El 50 por ciento de las utilidades netas se destinará al aumento de la capacidad de generación y al desarrollo de nuevos proyectos hidroeléctricos, un 45 por ciento serán para capitalizar el Fondo de Apoyo a la Producción Agropecuaria no Tradicional de exportación, el 4 por ciento a la reforestación y preservación de la cuenca hidrográfica del sistema de generación de las plantas Centroamérica y Santa Bárbara y el 1 por ciento restante para el desarrollo de proyectos productivos que realice la alcaldía del municipio de Jinotega.

Al mismo tiempo, se ratificó que de las utilidades netas de HIDROGESA, correspondientes al ejercicio 2004, se transferirán 5.6 millones de dólares al Instituto Nicaragüense de Energía (INE), con el fin de mantener inalterada la tarifa de energía eléctrica, durante 2005. En consecuencia, el ente regulador deberá entregar a la empresa UNION FENOSA este monto en concepto de subsidio.

Tabla IV-1
Balance consolidado del SPNF1/
(millones de córdobas)

Conceptos	enero-marzo		
	2004	2005 p/	Variación %
1. Ingresos	4,389.6	5,277.1	20.2
Impuestos	2,892.0	3,570.5	23.5
Contribuciones Sociales	692.5	800.4	15.6
Otros ingresos ^{2/}	805.1	906.2	12.6
2. Gastos	3,398.0	4,169.2	22.7
Remuneraciones a los empleados	1,076.6	1,228.1	
Compra de bienes y servicios	726.0	868.3	19.6
Intereses	380.6	433.1	13.8
Transferencias corrientes y de capital	756.7	1,069.5	
Prestaciones sociales	374.2	415.7	11.1
Otros gastos	84.0	154.5	
3. Resultado operativo neto (1-2)	991.6	1,107.9	11.7
4. Adquisición neta de activos no financieros	981.1	891.5	-9.1
5. Superávit o déficit de efectivo antes de donaciones (3-4)	10.5	216.4	1,960.1
6. Donaciones externas	379.2	239.6	-36.8
7. Superávit o déficit de efectivo después de donaciones (5+6)	389.7	456.0	17.0
8. Financiamiento	-389.7	-456.0	17.0
Interno neto	-2,551.9	-1,556.3	-39.0
Del cual : BCN	-2,011.7	-73.8	-96.3
Externo neto	1,373.6	1,100.1	-19.9
Ingresos de privatización	788.6	0.2	-100.0
Memorándum:			
Ahorro corriente	1,404.0	1,717.7	22.3

p/: Preliminar

1/: Incluye gobierno central, INSS,ALMA, ENTRESA, ENACAL, ENEL,EPN y TELCOR

2/: Incluye ingresos por servicios de ENTRESA Y ENACAL, ENEL, EPN y TELCOR.

Fuente: MHCP,BCN,INSS,ALMA,ENTRESA, ENACAL, ENEL,EPN y TELCOR.

Tabla IV-2
Operaciones del gobierno central
(millones de córdobas)

Conceptos	enero-marzo		
	2004	2005 p/	Variación %
1. Ingresos	2,899.9	3,555.9	22.6
Impuestos	2,682.7	3,322.6	23.9
Otros ingresos	217.3	233.3	7.4
2. Gastos	2,410.0	3,088.5	28.2
Remuneraciones a los empleados	894.7	1,022.5	14.3
Compra de bienes y servicios	302.2	397.0	31.4
Intereses	371.0	429.7	15.8
Transferencias corrientes y de capital	744.9	1,055.9	41.7
Prestaciones sociales	45.2	44.1	-2.4
Otros gastos	52.1	139.3	167.6
3. Resultado operativo neto (1-2)	490.0	467.4	-4.6
4. Adquisición neta de activos no financieros	755.1	722.8	-4.3
5. Superávit o déficit de efectivo antes de donaciones (3-4)	-265.1	-255.4	-3.7
6. Donaciones externas a/	333.8	205.3	-38.5
7. Superávit o déficit de efectivo después de donaciones (5+6)	68.7	-50.1	-173.0
8. Financiamiento			
Interno neto	-68.7	50.1	-173.0
Del cual : BCN	-2,178.4	-916.0	-57.9
Externo neto	-1,915.6	-115.7	-94.0
Ingresos de privatización	1,321.0	966.0	-26.9
Otros	788.6	0.2	
Memorándum:			
Ahorro corriente	915.0	1,089.8	19.1

p/: Preliminar

a/: En el 2004 incluye transferencia del BCN (Alivio HIPC)

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Tabla IV-3
Balance de operaciones de Alcaldía de Managua
(millones de córdobas)

Conceptos	enero-marzo		
	2004	2005 p/	Variación %
1. Ingresos	226.2	264.8	17.1
Impuestos	209.3	247.9	18.4
Otros ingresos	16.9	16.9	0.3
2. Gastos	93.3	99.8	7.0
Remuneraciones a los empleados	46.7	52.0	11.4
Compra de bienes y servicios	37.0	41.1	11.1
Otros gastos	9.7	6.8	-29.5
3. Resultado operativo neto (1-2)	132.9	165.0	24.2
4. Adquisición neta de activos no financieros	63.8	8.2	-87.1
5. Superávit o déficit de efectivo antes de donaciones (3-4)	69.1	156.8	127.0
6. Donaciones	0.0	0.3	-
7. Superávit o déficit de efectivo antes de donaciones (5+6)	69.1	157.1	127.4
8. Financiamiento			
Interno neto	-69.1	-157.1	127.4
Del cual : BCN	-69.3	-160.3	131.3
Externo neto	0.2	3.2	1,200.4
Memorándum:			
Ahorro corriente	132.9	165.0	

p/: Preliminar

Fuente: ALMA

Tabla IV-4
Balance de operaciones del Instituto Nicaragüense Seguridad Social
(millones de córdobas)

Conceptos	enero-marzo		
	2004	2005 p/	Variación %
1. Ingresos	780.3	884.1	13.3
Contribuciones sociales	692.5	800.4	15.6
Otros ingresos	87.7	83.6	-4.7
2. Gastos	533.2	605.5	13.6
Remuneraciones a los empleados	31.7	35.8	13.2
Compra de bienes y servicios	173.0	203.9	17.9
Transferencias corrientes	0.3	0.3	7.7
Prestaciones sociales	327.5	364.9	11.4
Otros gastos	0.7	0.5	-30.2
3. Resultado operativo neto (1-2)	247.1	278.6	12.7
4. Adquisición neta de activos no financieros	1.0	0.7	-33.0
5. Superávit o déficit de efectivo (3-4)	246.1	277.9	12.9
6. Financiamiento			
Interno neto	-246.1	-277.9	12.9
Del cual : BCN	-95.2	42.5	-144.6
Memorándum:			
Ahorro corriente	247.1	278.6	12.7

p/: Preliminar

Fuente: INSS

Tabla IV-5
Balance de operaciones de la Empresa Nacional de Transmisión Eléctrica S.A.
(millones de córdobas)

Conceptos	enero-marzo		
	2004	2005 p/	Variación %
1. Ingresos	54.6	71.8	31.4
Ingresos de operación	35.8	49.6	38.6
Otros ingresos	13.4	16.0	19.3
Transferencias de capital del gobierno central	5.4	6.2	13.8
2. Gastos	34.8	41.2	18.5
Remuneraciones a los empleados	13.3	15.4	15.8
Compra de bienes y servicios	9.3	12.3	32.4
Transferencias corrientes	0.2	0.3	17.8
Otros gastos	12.0	13.2	10.6
3. Resultado operativo neto (1-2)	19.9	30.6	54.0
4. Adquisición neta de activos no financieros	62.8	51.5	-17.9
5. Superávit o déficit de efectivo (3-4)	-42.9	-20.9	-51.2
6. Financiamiento			
Interno neto	42.9	20.9	-51.2
Del cual : BCN	1.7	14.9	764.3
Externo neto	41.2	6.1	-85.3
Memorándum:			
Ahorro corriente	14.4	24.4	69.2

p/: Preliminar

Fuente: ENTRESA

Tabla IV-6
Balance de operaciones de la Empresa
Nicaragüense de Acueductos y Alcantarillados
(millones de córdobas)

Conceptos	enero-marzo		
	2004	2005 p/	Variación %
1. Ingresos	172.6	171.4	-0.7
Ingresos de operación	161.0	160.5	-0.3
Otros ingresos	4.3	4.5	5.3
Transferencias de capital del gobierno central	7.3	6.4	-
2. Gastos	150.8	150.5	-0.2
Remuneraciones a los empleados	52.4	57.4	9.6
Compra de bienes y servicios	90.3	84.3	-6.6
Intereses	1.3	1.3	0.4
Transferencias corrientes	5.3	4.9	-7.6
Prestaciones sociales	1.0	1.7	74.0
Otros gastos	0.5	0.9	58.5
3. Resultado operativo neto (1-2)	21.8	20.9	-4.1
4. Adquisición neta de activos no financieros	71.1	92.2	29.7
5. Superávit o déficit de efectivo antes de donaciones (3-4)	-49.4	-71.4	44.5
6. Donaciones externas	45.4	34.0	-25.0
7. Superávit o déficit de efectivo después de donaciones (5+6)	-4.0	-37.3	831.1
8. Financiamiento	4.0	37.3	831.1
Interno neto	-7.1	-87.5	1,131.1
Externo neto	11.1	124.8	-
Memorándum:			
Ahorro corriente	14.5	14.5	-0.2

p/: Preliminar
Fuente: ENACAL

Tabla IV-7
Balance de operaciones de la Empresa
Nicaragüense de Electricidad
(millones de córdobas)

Conceptos	enero-marzo		
	2004	2005 p/	Variación %
1. Ingresos	168.5	254.1	50.8
Ingresos de operación	145.2	203.0	39.9
Otros ingresos	23.3	31.7	36.0
Transferencias de capital del gobierno central	0.0	19.3	-
2. Gastos	132.9	161.2	21.4
Remuneraciones a los empleados	15.3	17.7	15.4
Compra de bienes y servicios	93.7	112.8	20.4
Intereses	2.1	2.1	-1.9
Transferencias corrientes	0.3	0.3	-15.2
Otros gastos	21.4	28.4	32.6
3. Resultado operativo neto (1-2)	35.6	92.8	160.7
4. Adquisición neta de activos no financieros	3.3	5.8	76.3
5. Superávit o déficit de efectivo (3-4)	32.3	87.0	169.3
7. Financiamiento	-32.3	-87.0	169.3
Interno neto	-32.3	-87.0	169.3
Externo neto	0.0	0.0	-
Memorándum:			
Ahorro corriente	35.6	73.5	106.4

p/: Preliminar
Fuente: ENEL

Tabla IV-8
Balance de operaciones de la Empresa
Portuaria Nacional
(millones de córdobas)

Conceptos	enero-marzo		
	2004	2005 p/	Variación %
1. Ingresos	47.7	53.6	12.2
Ingresos de operación	44.5	53.1	19.4
Otros ingresos	3.2	0.4	-86.6
2. Gastos	39.8	35.4	-11.2
Remuneraciones a los empleados	14.8	17.2	16.4
Compra de bienes y servicios	14.5	12.0	-16.9
Intereses	4.8	0.0	-100.0
Transferencias corrientes	4.9	5.5	11.5
Prestaciones sociales	0.2	0.1	-30.2
Otros gastos	0.7	0.5	-25.2
3. Resultado operativo neto (1-2)	7.9	18.2	130.1
4. Adquisición neta de activos no financieros	23.7	10.2	-56.9
5. Superávit o déficit de efectivo (3-4)	-15.8	8.0	-150.7
6. Financiamiento	15.8	-8.0	-150.7
Interno neto	15.8	-8.0	-150.7
Externo neto	0.0	0.0	-
Memorándum:			
Ahorro corriente	7.9	18.2	130.1

p/: Preliminar
Fuente: EPN

Tabla IV-9
Balance de operaciones del Instituto
Nicaragüense de Telecomunicaciones
(millones de córdobas)

Conceptos	enero-marzo		
	2004	2005 p/	Variación %
1. Ingresos	52.5	53.5	1.8
Ingresos de operación	51.8	52.1	0.6
Otros ingresos	0.7	1.4	90.1
2. Gastos	16.0	19.0	18.6
Remuneraciones a los empleados	7.7	10.0	29.8
Compra de bienes y servicios	6.1	5.0	-18.8
Transferencias corrientes	0.7	2.3	212.4
Prestaciones sociales	0.4	0.2	-49.8
Otros gastos	1.1	1.5	42.1
3. Resultado operativo neto (1-2)	36.5	34.5	-5.6
4. Adquisición neta de activos no financieros	0.3	0.0	
5. Superávit o déficit de efectivo antes de donaciones (3-4)	36.2	34.4	-4.8
6. Donaciones externas	0.0	0.0	
7. Superávit o déficit de efectivo después de donaciones (5+6)	36.2	34.4	-4.8
8. Financiamiento	-36.2	-34.4	-4.8
Interno neto	-36.2	-34.4	-4.8
Externo neto	0.0	0.0	-
Memorándum:			
Ahorro corriente	36.5	34.5	-5.6

p/: Preliminar
Fuente: TELCOR

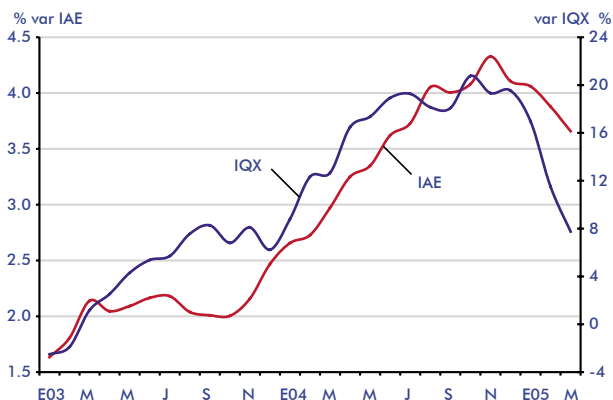
Sección V

Sector externo

Balanza de Pagos

Al finalizar el primer trimestre, la vulnerabilidad externa de la economía nicaragüense se vio reflejada en el deterioro del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. El déficit ascendió a 187.4 millones de dólares, superior en 70.4 millones de dólares con relación a igual período del 2004. El principal factor sigue siendo la dimensión de la brecha comercial de bienes (US\$299.6 millones) y su tendencia creciente (US\$60.4 millones mayor al 2004). El aumento de las importaciones se debió en parte al efecto del alza en el petróleo y derivados, y a los impulsos de demanda provenientes de la mayor actividad económica doméstica. El dinamismo de las exportaciones sigue estando motivado por la recuperación de los precios internacionales, sobre todo los de origen agrícola y manufactura.

Gráfico V-1
Índice de actividad económica de los principales socios comerciales vs índice de cantidad de exportaciones (promedio 12 meses)
(variación interanual)

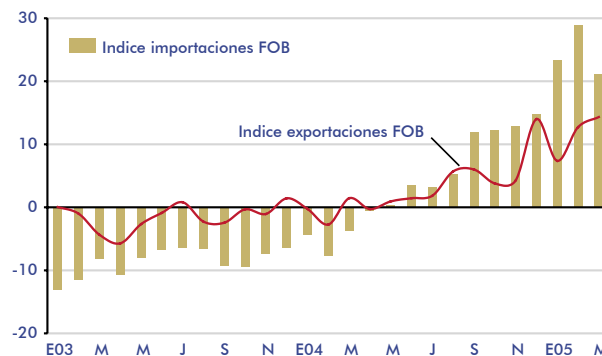


La evolución de los precios internacionales (índice promedio móvil 12 meses) reflejó un aumento de 14 por ciento para nuestros productos de exportación, pero de igual manera significó el 21 por ciento de incremento en los precios de los bienes importados, lo cual implicó un deterioro de 5.7 por ciento en los términos de intercambio comercial.

Otro elemento que incidió en la cuenta corriente, fue el menor nivel de transferencias de recursos procedentes de ONG (US\$29.1 millones menos que en 2004). En términos de su composición, se recibió más ayuda en bienes que en forma líquida, principalmente en medicamentos y alimentos, relacionado con programas de mitigación de la pobreza extrema. Sin embargo, el flujo de remesas familiares procedente en su mayoría de EEUU y Costa Rica, amortiguaron en parte los resultados de la cuenta corriente, alcanzando un monto de 123.4 millones de dólares (US\$5.9 millones más que en 2004).

La cuenta de capital y financiera mostró un balance positivo de 125.7 millones de dólares, siendo inferior en 16.6 millones de dólares al 2004. Los flujos de recursos externos netos del sector público y privado financiaron el déficit de la cuenta corriente en 67.1 por ciento. El resto fue financiado con pérdidas de activos de reservas por 31.4 millones de dólares (16.8 %) y financiamiento excepcional de 30.3 millones de dólares (16.1 %).

Gráfico V-2
Índice de precios I trimestre
(variación porcentual interanual)



Comercio exterior de bienes y servicios

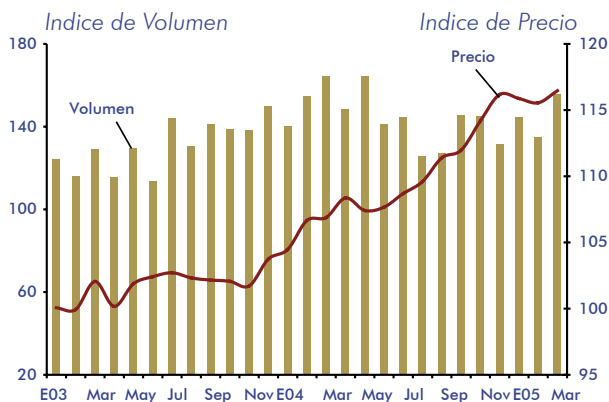
El déficit comercial de bienes y servicios del periodo fue de 330.5 millones de dólares, representando un incremento de 67 millones (25.5 %) con relación al primer trimestre del 2004. El exceso de gasto de la economía se dio principalmente en bienes de consumo no duraderos, específicamente productos médicos y farmacéuticos, además de mayores compras de petróleo y combustibles.

Exportaciones

Las exportaciones totales de bienes y servicios en el trimestre fueron de 447.3 millones de dólares, reflejando un crecimiento de 16.6 por ciento respecto al primer trimestre del 2004. Las exportaciones de mercancías mostraron un buen desempeño generando ingresos por 218.6 millones de dólares, para un incremento de 31.7 millones (17%). Ante el mejoramiento de precios en el mercado internacional y el incremento de la demanda externa de los principales socios comerciales, principalmente Estados Unidos y Centroamérica, el quantum de las exportaciones (índice promedio movil 12 meses), muestra 7 por ciento de crecimiento.

El sector exportador más dinámico fue el manufacturero, con un incremento de 24 por ciento (US\$20.4 millones) con respecto al 2004, para alcanzar un total de 105.1 millones en el trimestre. Contribuyeron en este resultado los incrementos en las ventas de azúcar (1 millón de quintales) y de carne bovina (1.6 millones de libras). En el caso del azúcar favoreció el incremento de la demanda mundial y de precios ante restricciones productivas de algunos países. En cambio, en las mayores exportaciones de carne (US\$ 3 millones) los factores que siguen contribuyendo son el problema de comercialización de ganado en pie entre Estados Unidos y Canadá, y la consolidación de los mercados de Taiwán y Puerto Rico, aunque se observó menores colocaciones hacia México (US\$2.4 millones) por aumento de su oferta interna. En el mediano plazo se espera mayor dinamismo en las exportaciones de carne debido al inicio de operaciones de un nuevo matadero para incursionar en nuevos mercados como Canadá y la posible reanudación

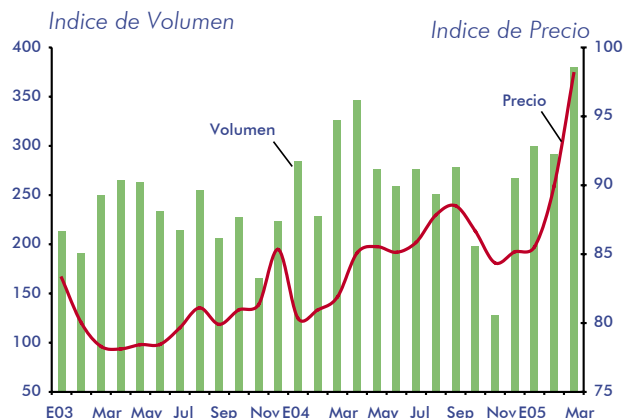
Gráfico V-3
Índice de productos manufacturados



de las exportaciones a Panamá. Ambos productos siguen siendo los más representativos del sector (48.1% del total de las exportaciones de manufacturas).

De igual manera contribuyeron el aumento de las ventas de bebidas y ronones (US\$2.9 millones) a Filipinas y Honduras, y mayores colocaciones de productos químicos (US\$2.3 millones), principalmente alcohol natural, (US\$1.3 millones). En cambio, las exportaciones de queso mostraron disminución (US\$1.9 millones), debido a restricciones impuestas por El Salvador, en respuesta a las medidas fitosanitarias de Nicaragua a las importaciones de pollo. Sin embargo, se espera que estas restricciones no sean un obstáculo para el aumento de la oferta exportable en mediano plazo, una vez que inicie operaciones el centro de maduración de queso, el cual podrá procesar 40 mil libras por día, bajo los estándares de calidad requeridos en los mercados de Estados Unidos, México y Centroamérica.

Gráfico V-4
Índice de productos agropecuarios



El sector agropecuario resultó segundo lugar de importancia en ingresos (US\$85.7 millones), obteniendo un crecimiento de 22.8 por ciento respecto al 2004. El mejoramiento del precio internacional (44%) del café permitió sobre compensar los menores volúmenes exportados (15.3%) de manera que los ingresos reflejaron un crecimiento significativo (22%). El menor volumen de café es consecuencia del efecto de bianualidad del cultivo, reduciendo la producción del ciclo 2004/05 en 700 mil quintales con respecto al ciclo anterior. Para el ciclo 2005/06 se estima que la producción podría ser de 1.8 millones de quintales, mientras por el lado de los precios internacionales, estos podrían bajar en el mediano plazo,

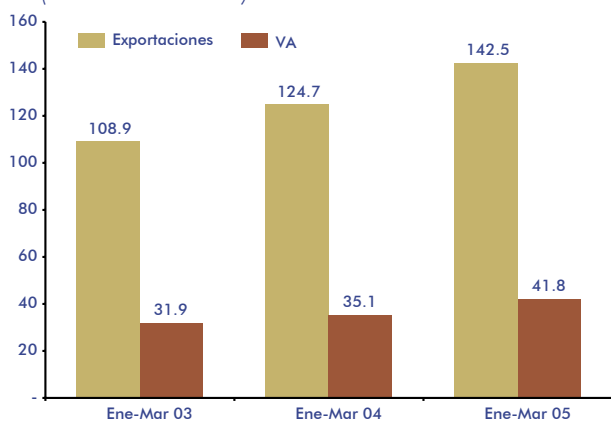
ya que la Organización Internacional del Café (ICO), prevé una producción mundial de 106 millones de sacos, como parte de la recuperación de la producción en las principales países productores.

Otros rubros que contribuyeron fueron el frijol y ganado vacuno, que incrementaron en 2.9 y 2.6 millones de kgs respectivamente. El primero asociado a la buena producción del ciclo 2004/05 cuyo principal destino han sido El Salvador, Estados Unidos y Costa Rica. En el caso del ganado vacuno se registró un aumento hacia Guatemala (US\$2 millones) y México (US\$ 1.9 millones).

Las exportaciones del sector minero fueron de 11.5 millones de dólares, registrando un desempeño negativo en el trimestre, a pesar del incremento promedio en los precios internacionales (5.5%) del oro y de la plata. La reducción del sector fue 0.2 millones de dólares (1.5% menos) como resultado de menores volúmenes exportados de oro (2.6%) con relación al 2004.

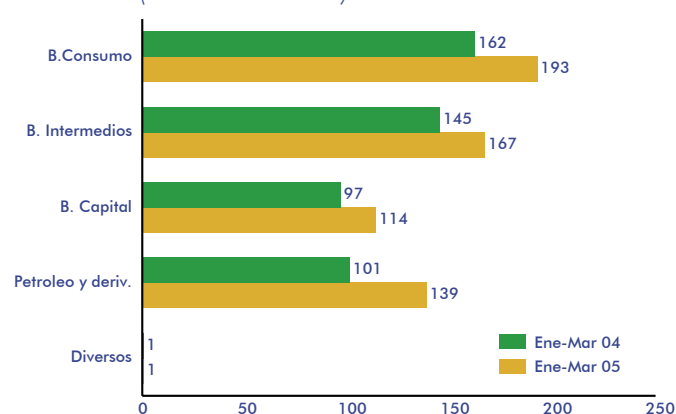
El sector pesquero también presentó resultados negativos en comparación al 2004. Los ingresos generados de 16.2 millones de dólares fueron menores en 21.5 por ciento, principalmente en las exportaciones de camarón (26.5%). Esto se debió a la permanencia de bajos precios en los mercados internacionales ante la sobreoferta de los principales países exportadores, y una menor oferta exportable (18%) por los bajos niveles de captura. La disminución en las ventas de cola de langosta (33.5%) se debió a la sobreexplotación del recurso y a cambios en las temperaturas del mar.

Gráfico V-5
Exportaciones y valor agregado de zona franca
(millones de dólares)



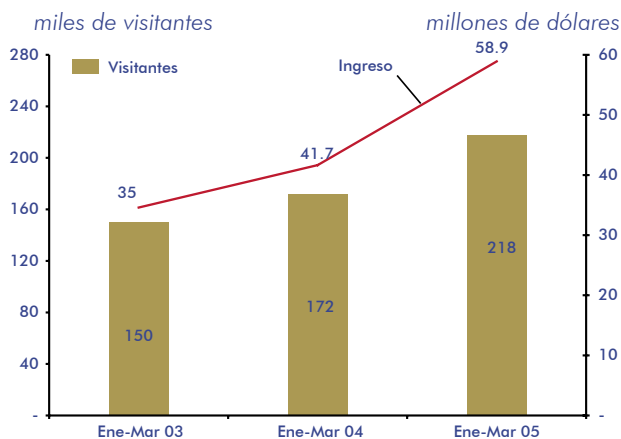
Las exportaciones de las empresas bajo el régimen de zona francas (bienes para la transformación) fueron de 142.5 millones de dólares, mostrando un crecimiento de 14.3 por ciento (US\$17.8 millones adicionales). El principal destino es el mercado estadounidense, al cual se exportó el 93 por ciento del total, mayoritariamente en productos textiles como camisas y ropa de niño, entre otros. Con la implementación del tratado de libre comercio DR-CAFTA, el sector espera gozar de los beneficios que ofrece y enfrentar la competencia de los países textiles de Asia. El crecimiento de las exportaciones generó valor agregado por 41.8 millones de dólares.

Gráfico V-6
Importaciones CIF por CUODE
(millones de dólares)



Igualmente, las exportaciones de servicios resultaron mayores en 14.3 millones de dólares, impulsadas por el dinamismo del sector turismo y servicios conexos, el que creció en 33 por ciento, contrario a las exportaciones de servicios de transporte que disminuyeron 7.8 por ciento. Los ingresos percibidos en la economía en concepto de gastos de viajeros no residentes fue de 58.9 millones de dólares, registrándose aumento de 14.6 millones de dólares. El mayor ingreso de visitantes al país (27%) favoreció en el resultado, el cual ascendió a 218 miles de personas, los cuales pernoctaron 4 días en promedio. Los principales países de procedencia lo constituyeron los de la región centroamericana (59.7%), especialmente Honduras (19.4%), Costa Rica (15.8%), El Salvador (13.7%), y Guatemala (7.7%), seguidos de Estados Unidos con 18.2 por ciento, Canadá (4.2%), Panamá (2.8%), Reino Unido (3.7%) y Alemania (1.8%). Dentro de estos resultados favorables del sector han incidido los desastres naturales en Asia y la continua existencia de ataques terroristas en el mundo, de manera que

Gráfico V-7
Ingresos por viajes en Nicaragua I trimestre

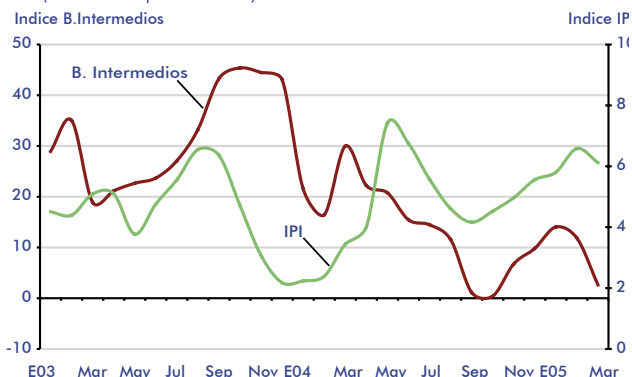


Centroamericana ha surgido como una alternativa turística segura y diversificada.

Importaciones

Las compras de bienes y servicios fueron de 777.8 millones de dólares (20.2% de crecimiento interanual), mientras que las de mercancías generales cifraron en 612.9 millones de dólares (21% de crecimiento interanual). El incremento fue impulsado por la dinámica del gasto público y los mayores flujos de cooperación, incluyendo las remesas familiares que fomentan el gasto privado. Igualmente ha contribuido el aumento de los precios y la demanda de insumos y materia prima (incluyendo petróleo y derivados) por los sectores productivos de mayor actividad; agrícola, industrial, construcción y comercial.

Gráfico V-8
Índice de producción industrial (IPI) vs. índice de cantidad de bienes intermedios importados para la industria. Promedio móvil 12 meses
(variación porcentual)



La factura de petróleo y derivados fue de 138.6 millones de dólares, superior en 37.5 millones (37%). El incremento de la actividad económica ha conllevado a mayores requerimientos de volúmenes de combustibles y crudo. Las importaciones de diesel y fuel oil, principalmente con destino al sector transporte y generación eléctrica, totalizaron en 709.6 miles de barriles, superior en 34.5 por ciento (181.9 mil barriles adicionales). Igualmente, las compras de gasolina se incrementaron al pasar de 223.4 a 230.8 miles de barriles. Los precios de los combustibles se incrementaron en promedio 24 por ciento, para situarse en los 50.1 dólares por barril. Las importaciones de petróleo crudo aumentaron en 17.3 millones de dólares, como resultado de mayor demanda de volúmenes (137.3 miles de barriles) e incremento del precio (19.5%) al promediar los 42 dólares por barril. Contrariamente, las importaciones de lubricantes disminuyeron ligeramente (US\$0.3 millones), especialmente las compras de aceites y grasas lubricantes.

Respecto a las importaciones de bienes de consumo, éstas fueron de 192.6 millones de dólares, registrando aumento de 30.5 millones (18.8%). Se destaca el aumento de las importaciones de bienes no duraderos (US\$25.8 millones), principalmente las relacionadas a productos médicos y farmacéuticos (US\$20.2 millones). En estos resultados han contribuido las mayores compras del Ministerio de Salud (MINSAL) en 10.3 millones de dólares, el aumento de las donaciones en bienes de organizaciones no gubernamentales internacionales (ONG). Igualmente, los bienes alimenticios se incrementaron en 4.5 millones de dólares (12.4%), principalmente en bienes alimenticios provenientes de Estados Unidos y Centroamérica.

Las importaciones de los bienes intermedios ascendieron a 167 millones de dólares, para un crecimiento de 15 por ciento (US\$21.9 millones). El crecimiento acelerado que mantiene el sector construcción desde mediados del año pasado en proyectos habitacionales y comerciales, continuó demandando mayores cantidades de materiales (US\$13.3 millones adicionales en el trimestre con respecto al 2004), principalmente en láminas galvanizadas, angulares de hierro y pisos de cerámica procedentes mayoritariamente de Costa Rica, Guatemala y Estados Unidos.

Por su parte, el dinamismo del sector industrial significó aumentar las importaciones de materia prima

para su transformación en bienes en 11.2 millones de dólares (10.7% de crecimiento). La mayor parte se concentró en la rama alimenticia (US\$4.6 millones), la cual incrementó su demanda de aceite crudo de soya, trigo duro a granel para harina y chocolate en polvo. Igualmente, las industrias metal-mecánica y química-farmacéutica aumentaron sus importaciones en 3.2 y 2.1 millones de dólares, respectivamente. Por el contrario, las importaciones de bienes intermedios para la agricultura disminuyeron en 2.7 millones de dólares por menores compras de urea, nitrógeno, fósforo y potasio.

En lo que respecta a bienes de capital, las compras sumaron 113.9 millones de dólares, registrando un crecimiento de 17.6 por ciento (US\$17 millones adicionales). Las principales adquisiciones que aumentaron considerablemente en el periodo fueron las realizadas por la industria de las telecomunicaciones (US\$12.6 millones). Los equipos de transporte también registraron incrementos, principalmente en automóviles tipo sedan (US\$4.3 millones), cuyo aumento superó la disminución de adquisiciones de camionetas y microbuses (US\$0.8 millones), lo cual refleja el ajuste de la economía hacia vehículos de mayor eficiencia debido a los altos costos del combustible. En cambio, el sector agrícola disminuyó las compras de bienes de capitales (US\$0.4 millones) como tractores (cabezales), semi-remolques y animales para la reproducción (ganado vacuno).

Las importaciones de la zona franca totalizaron 100.7 millones de dólares, siendo superiores en 11.1 millones de dólares. Este resultado está asociado al incremento tanto en el número de empresas instaladas como de la producción, principalmente en la rama textil, altamente dependiente de las telas e hilos procedentes de Estados Unidos.

Finalmente, las importaciones de servicios (US\$114.8 millones) aumentaron (US\$21 millones) como parte del efecto del alza de combustible, que encareció los costos de transporte de las importaciones de mercancías (US\$15.8 millones). Otro factor que contribuyó fue el aumento en el número de nicaragüenses que viajaron al exterior (2,757 personas), que se reflejó en un mayor gasto de 3.6 millones de dólares con respecto al 2004.

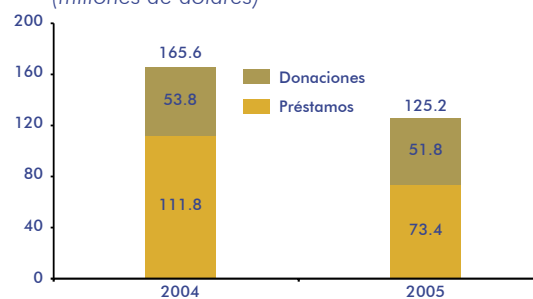
Financiamiento y deuda pública externa

El sector público recibió recursos externos en el trimestre por 125.2 millones de dólares, monto inferior en 40.4 millones de dólares con respecto a lo desembolsado en igual período del 2004. Del total, en concepto de préstamos fueron 73.4 millones de dólares y 51.8 millones de dólares en donaciones oficiales.

Los desembolsos de préstamos estuvieron en su totalidad orientados al financiamiento del programa de inversión pública, en proyectos dirigidos a la reducción de la pobreza, apoyo a la niñez, mejoramiento de la red vial y fortalecimiento institucional del sector público y entes autónomos. Entre los préstamos destacan los otorgados por los organismos multilaterales; el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) desembolsó 26.7 millones de dólares, Banco Mundial (IDA) 14.1 millones de dólares, OPEP 13.4 millones de dólares, entre otros. Adicionalmente, países como España y Alemania concedieron créditos por 15.1 millones dólares, en términos financieros altamente concesionales.

La cooperación internacional (donaciones oficiales) disminuyó en 2 millones de dólares con respecto al año anterior. El total de la ayuda fue orientada al fortalecimiento de las alcaldías del país, en áreas de desarrollo de servicios básicos comunitarios; agua potable, educación y salud, otorgados principalmente por la Unión Europea y otros cooperantes bilaterales. Para apoyo de balanza de pagos, los recursos recibidos fueron mínimos, 0.4 millones de dólares provenientes del BID. Un factor relevante en este último resultado ha sido el retraso técnico de alcanzar un acuerdo con el FMI (programa financiero), lo cual detuvo el desembolso de 15 millones de dólares en recursos líquidos por parte del BID.

Gráfico V-9
Recursos externos totales I trimestre
(millones de dólares)



Como parte del proceso de reducción de la deuda externa bajo la iniciativa HIPC, se recibió alivio en el servicio de la deuda externa por 30.3 millones de dólares, mayoritariamente por organismos multilaterales, así como de países miembros del Club de París y otros bilaterales, en apoyo al programa de reducción de la pobreza. El servicio de deuda efectivamente pagado totalizó 22.6 millones de dólares, de los cuales 14.4 millones de dólares en amortizaciones y 8.2 millones de dólares en intereses. Por otra parte, 12.1 millones de dólares fueron pagados a organismos multilaterales (45 %), 6.4 millones de dólares a acreedores bilaterales oficiales (24%) y 4.1 a la banca comercial por deuda externa de corto plazo (15.4%).

El 27 de enero de 2005, el Gobierno de Italia suscribió un acuerdo de condonación de deuda en el marco del HIPC por 91.3 millones de dólares; siendo el doceavo acreedor miembro del club de París en conceder alivio de deuda después que Nicaragua alcanzara el punto de culminación de la iniciativa en enero de 2004.

La deuda pública externa alcanzó 5,301.4 millones de dólares a finalizar marzo, registrándose un incremento neto de 89.2 millones de dólares, con relación a diciembre del 2004. Del total del saldo de la deuda, al Gobierno Central le corresponde el 64 por ciento y al Banco Central, el restante 36 por ciento. Por la parte acreedora, se mantiene la participación mayoritaria de organismos multilaterales con el 57,4 por ciento, los organismos bilaterales oficiales 38.6 por ciento y la banca comercial 4 por ciento.

Gráfico V-10
Préstamos atados por sector
(participación porcentual)

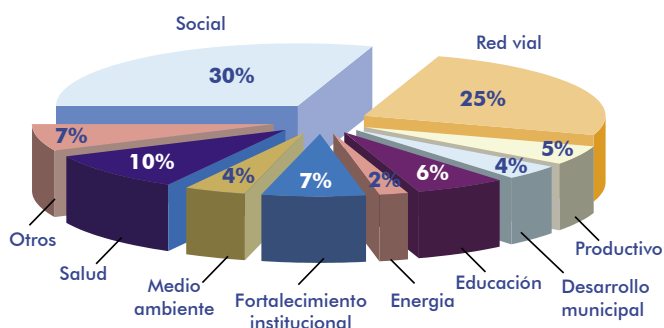


Tabla V-1
Balanza de Pagos
(millones de dólares)

Conceptos	Enero - Marzo		Variación absoluta 2005-04
	2004	2005 p/	
I. Cuenta Corriente	(117.0)	(187.4)	(70.4)
1.1. Balanza Comercial de Bienes	(239.2)	(299.6)	(60.4)
Exportaciones	314.0	363.4	49.4
Mercancías FOB	186.9	218.6	31.7
Otros 1/	127.1	144.8	17.7
Importaciones	(553.2)	(663.0)	(109.8)
Mercancías FOB	(463.6)	(562.3)	(98.7)
Otros 1/	(89.6)	(100.7)	(11.1)
1.2. Balanza de Servicios	(24.2)	(30.9)	(6.7)
1.3. Renta	(55.2)	(35.3)	19.9
de los cuales: intereses de deuda externa 2/	(37.2)	(19.3)	17.9
1.4. Transferencias Corrientes	201.6	178.4	(23.2)
del cual: remesas familiares	117.5	123.4	5.9
II. Cuenta de Capital y Financiera	142.3	125.7	(16.6)
2.1. Cuenta de Capital	53.8	51.8	(2.0)
Transferencias al sector público	53.8	51.8	(2.0)
2.2. Cuenta Financiera	88.5	73.9	(14.6)
Capital Público	97.1	34.8	(62.3)
Préstamos	111.8	73.4	(38.4)
Amortizaciones Contractuales Corrientes	(63.7)	(33.2)	30.5
Otros Activos Externos Netos 3/	49.0	(5.4)	(54.4)
Capital Privado	(8.6)	39.1	47.7
Sistema financiero (neto)	(42.2)	(70.5)	(28.3)
Otro capital 4/	33.6	109.6	76.0
III. Saldo de Balanza de pagos (I+II)	25.3	(61.7)	(87.0)
Financiamiento:	(25.3)	61.7	87.0
Activos de Reserva del BCN (- incremento)	(69.5)	31.4	100.9
Financiamiento Excepcional 5/	44.2	30.3	(13.9)

p/: Preliminar

1/: Incluye bienes para transformación (zona franca) y bienes adquiridos en puerto.

2/: Corresponde al servicio antes de alivio tradicional para el periodo 2004 y para el 2005 el servicio después de alivio HIPC.

3/: Incluye ingresos por privatización.

4/: Incluye errores y omisiones.

5/: Incluye alivio HIPC, adicional y tradicional y cambio de atrasos netos.

Tabla V-2
Exportaciones totales de bienes y servicios
(millones de dólares)

Conceptos	Enero - Marzo		Variación 2005-04	
	2004	2005 p/	absoluta	relativa %
I.- Exportaciones totales de bienes (1+2+3)	314.0	363.4	49.4	15.7
1.- Mercancías generales (precio fob)	186.9	218.6	31.7	17.0
Agropecuarios	69.8	85.7	15.9	22.8
Pesqueros	20.6	16.1	(4.5)	(21.8)
Minería	11.8	11.6	(0.2)	(1.7)
Manufactura	84.7	105.2	20.5	24.2
2.- Bienes para transformación (Zona Franca)	124.7	142.5	17.8	14.3
3.- Bienes adquirido en puertos por medios de transporte	2.4	2.3	(0.1)	(4.2)
II.- Exportaciones de servicios	69.6	83.9	14.3	20.5
Transportes	9.0	8.3	(0.7)	(7.8)
Viajes	44.3	58.9	14.6	33.0
Comunicaciones	6.6	7.0	0.4	6.1
Gobierno	9.1	9.0	(0.1)	(1.1)
Otros	0.6	0.7	0.1	16.7
III.- Exportaciones de bienes y servicios (I +II)	383.6	447.3	63.7	16.6

p/: Preliminar

Tabla V-3
Exportación de mercancías FOB
(millones de dólares)

Productos	Enero - Marzo		Variación 2005-04	
	2004	2005 p/	absoluta	relativa %
Agropecuarios	69.8	85.7	15.9	22.8
Café	29.0	35.5	6.5	22.4
Maní	11.5	11.7	0.2	1.7
Ganado en pie	9.3	11.8	2.5	26.9
Frijol	5.1	9.2	4.1	80.4
Banano	2.4	2.8	0.4	16.7
Ajonjolí	1.6	4.6	3.0	187.5
Otros	10.9	10.1	(0.8)	(7.3)
Pesqueros	20.6	16.1	(4.5)	(21.8)
Langosta	11.0	7.3	(3.7)	(33.6)
Camarón	6.4	4.7	(1.7)	(26.6)
Pescados frescos	3.2	4.1	0.9	28.1
Minería	11.8	11.6	(0.2)	(1.7)
Oro	11.2	10.7	(0.5)	(4.5)
Plata	0.2	0.2	0.0	0.0
Otros	0.4	0.7	0.3	75.0
Manufactura	84.7	105.2	20.5	24.2
Productos alimenticios	57.3	71.6	14.3	25.0
Carne	28.7	31.7	3.0	10.5
Azúcar	5.8	18.8	13.0	224.1
Otros	22.8	21.1	(1.7)	(7.5)
Bebidas y rones	1.3	4.2	2.9	223.1
Productos de tabaco	2.4	2.2	(0.2)	(8.3)
Textil y prendas de vestir	0.6	0.7	0.1	16.7
Productos de cuero calzado	1.7	2.1	0.4	23.5
Productos de madera	2.9	3.3	0.4	13.8
Productos químicos	6.6	8.9	2.3	34.8
Productos de porcelana	2.8	3.0	0.2	7.1
Productos de hierro y acero	1.9	1.2	(0.7)	(36.8)
Otros	7.2	8.0	0.8	11.1
TOTAL	186.9	218.6	31.7	17.0

p/: Preliminar

Sección VI

Evolución del sistema bancario

Al cierre del primer trimestre de 2005, el sistema financiero operaba con seis bancos comerciales y tres empresas financieras, utilizando una red de 203 ventanillas y sucursales (49 por ciento en Managua) y 4,588 empleados fijos.

Activos

Los activos del sistema totalizaron C\$41,672.5 millones consistentes con un crecimiento interanual del 18.3 por ciento y equivalentes a US\$2,521.5 millones. La evolución del sistema superó tanto la tasa de inflación interanual (8.7%), como la evolución de la actividad económica (5.8% promedio anual según el IMAE). Asimismo, los activos totales del sistema equivalen a 50.4 por ciento del PIB nacional, 1.9 puntos porcentuales más que en marzo del año pasado.

La concentración de mercado se mantiene en ponderaciones similares a las observadas en 2004. Aproximadamente, el 25 por ciento de los activos continúa en posesión de una entidad financiera, mientras las demás instituciones concentran el restante 75 por ciento. Asimismo, el Índice Herfindahl-Hirschman^{1/} alcanzó un nivel de 2,050 a marzo 2005 (1,175 en marzo 2004), lo que significa un mercado concentrado.

Como parte de los activos totales, los activos productivos (cartera de crédito e inversiones) representaron el 71.1 por ciento, rubros que en los últimos doce meses disminuyeron su participación en 1.3 puntos porcentuales. La cartera de créditos registró un aumento de su proporción, mientras las inversiones totales tendieron a reducirse. La participación de las inversiones dentro de los activos totales ha caído 4.3 puntos porcentuales con respecto al año anterior, como resultado de las redenciones netas de Letras y Bonos del BCN ocurridas en los últimos meses.

El Índice Herfindahl-Hirschman se calcula sumando los cuadrados de las participaciones de mercado de cada firma. Para fines de regulación monopólica, en los Estados Unidos se considera que un nivel del IHH mayor a 1800 refleja un mercado concentrado, en cuyo caso las fusiones se analizan con mucho detenimiento.

Tabla V-4
Importaciones totales de bienes y servicios
(millones de dólares)

Conceptos	Enero - Marzo		Variación 2005-04	
	2004	2005 p/	absoluta	relativa %
I.- Importaciones totales de bienes (1+2)	553.2	663.0	109.8	19.8
1.- Mercancías generales (precio fob)	463.6	562.3	98.7	21.3
Importación de mercancías a precio CIF	505.9	612.9	107.0	21.2
(a+b+c+d+e)				
a.- Bienes de Consumo	162.1	192.6	30.5	18.8
No Duraderos	124.9	150.7	25.8	20.7
Productos alimenticios	36.7	41.2	4.5	12.3
Productos médicos y farmacéuticos	34.2	54.4	20.2	59.1
Duraderos	37.2	41.9	4.7	12.6
Aparatos eléctricos y electrónicos	19.6	16.3	(3.3)	(16.8)
b.- Petróleo, combustibles y lubricantes	101.2	138.6	37.4	37.0
Petróleo crudo	59.0	76.2	17.2	29.2
Combustibles, lubricantes y otros	42.2	62.4	20.2	47.9
Energía eléctrica	0.0	0.0	0.0	0.0
c.- Bienes Intermedios	145.0	167.0	22.0	15.2
Para la agricultura	12.8	10.1	(2.7)	(21.1)
Para la industria	105.3	116.6	11.3	10.7
Materiales de construcción	26.9	40.3	13.4	49.8
De origen no metálico y mineral	11.0	14.1	3.1	28.2
De origen metálico	15.9	26.2	10.3	64.8
d.- Bienes de Capital	96.8	113.9	17.1	17.7
Para la agricultura	4.5	4.1	(0.4)	(8.9)
Para la industria	59.6	72.2	12.6	21.1
Equipo de transporte	32.7	37.6	4.9	15.0
e.- Diversos	0.8	0.8	0.0	0.0
2.- Bienes para transformación (Zona Franca)	89.6	100.7	11.1	12.4
II.- Importaciones totales de servicios	93.8	114.8	21.0	22.4
Transportes	49.3	65.1	15.8	32.0
Viajes	19.1	22.7	3.6	18.8
Comunicaciones	1.2	1.3	0.1	8.3
Gobierno	6.2	6.7	0.5	8.1
Otros	18.0	19.0	1.0	5.6
III.- Importaciones totales de bienes y servicios (I+II)	647.0	777.8	130.8	20.2

p/: Preliminar

Tabla VI-1
Sistema financiero: activos totales
 (millones de córdobas)

	Mar-04	Dic-04	Mar-05	Variación %	
				Mar-05/Dic-04	Mar-05/Mar-04
Activo Total	35,222	39,231	41,672	6.2	18.3
Disponibilidades	7,703	8,082	9,820	21.5	27.5
Inversiones	11,027	11,301	11,259	-0.4	2.1
Cartera Neta	14,449	17,694	18,358	3.7	27.1
Otros	2,043	2,153	2,237	3.9	9.5

Fuente: Estados Financieros del Sistema Financiero-SIBOIF

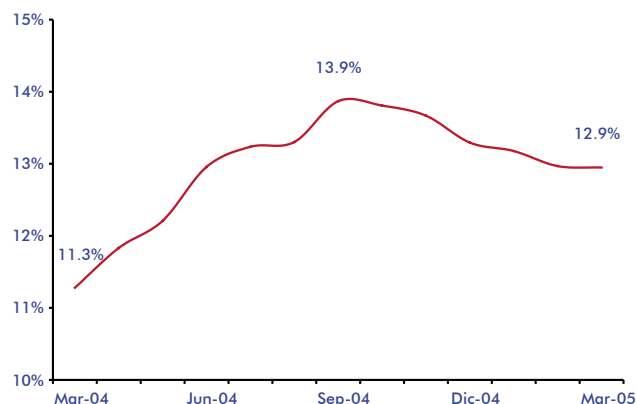
Durante el primer trimestre del 2005, el 91.6 por ciento de los recursos del sistema se destinó a incrementar las disponibilidades y la cartera de crédito en C\$1,738.1 y C\$663.5 millones, respectivamente. Adicionalmente, en el mismo trimestre las inversiones permanentes se acrecentaron en C\$107.6 millones.

Los mayores niveles de disponibilidades permitieron al sistema mejorar el indicador de disponibilidades sobre obligaciones con el público (29.2 por ciento), lo que significó un incremento de 2.4 puntos porcentuales respecto a marzo 2004.

El rendimiento de las inversiones del sistema financiero registró un aumento interanual de 1.7 puntos porcentuales, ubicándose en 12.9 por ciento al término del I Trimestre. En dicho período, este indicador sufrió dos cambios importantes. En primer lugar, a septiembre 2004 el rendimiento sobre inversiones alcanzó 13.9 por ciento debido a que algunos bancos incrementaron su participación en la compra de valores del estado con alta rentabilidad (BPI). Sin embargo, en los últimos seis meses este indicador experimentó una caída de 1.0 por ciento como resultado de que algunos bancos experimentaron redenciones en títulos del BCN que pagaban altas tasas de rentabilidad (letras y bonos) y luego reinvertieron en nuevas emisiones de letras a rendimientos considerablemente más bajos.

Se observó un cumplimiento satisfactorio con el encaje requerido en ambas monedas durante este trimestre (16.25 por ciento). En el caso de moneda nacional, el encaje efectivo a la última semana de marzo fue de 18.1 por ciento, mientras que en moneda extranjera fue de 17.7 por ciento.

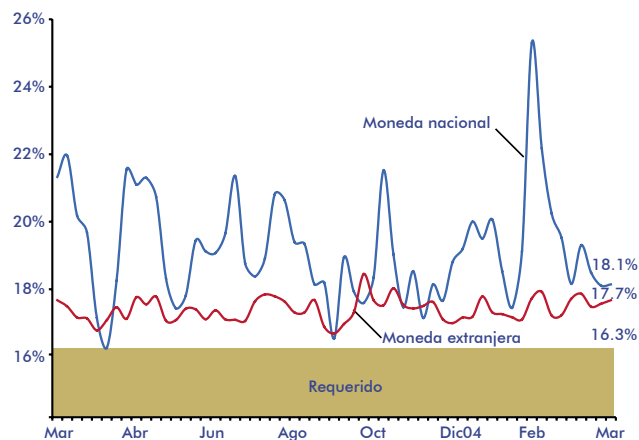
Gráfico VI-1
Sistema Financiero:
Rendimiento Promedio Ponderado de Inversiones



Dentro de la cartera de créditos, la cartera bruta registró un incremento de 26.6 por ciento (respecto a marzo 2004) y ascendió a los C\$19,181.8 millones. El destino del crédito se concentró principalmente en los sectores comercial (28.0%), tarjetas de crédito (14.6%), vivienda (12.8%), personal (12.2%), e industrial (11.8%).

El sistema redujo la cartera vencida en 2.6 por ciento (respecto a marzo 2004), ubicándola en C\$437.8 millones, lo que representó el 2.3 por ciento de la cartera total. Para esta cartera, las entidades financieras tenían provisiones a marzo 2005 por C\$824.1 millones, lo que representó una cobertura fue 1.9 veces, y una mejora del indicador respecto al mismo período del año anterior, cuando se ubicó en 1.7 veces.

Gráfico VI-2
Sistema Financiero:
Comportamiento del Encaje Legal
 (Mar 2004 - Mar 2005)



Se observó nuevamente una reducción de la cartera de riesgo sobre la cartera bruta (9.4 por ciento), considerablemente inferior al 12.3 por ciento que presentó a marzo del año anterior.

Tabla VI-2
Sistema financiero: cartera de riesgo sobre cartera bruta
(porcentajes)

	Mar-04	Dic-04	Mar-05
Comerciales	10.5	6.5	8.0
Agrícola	48.9	37.5	41.3
Ganadero	7.2	2.2	2.1
Industrial	11.4	9.3	7.5
Vivienda	1.7	1.9	2.0
Personal	4.9	3.4	3.3
Tarjetas de créditos	5.2	6.0	6.3
Otros	1.0	3.0	1.9
Total	12.3	9.3	9.4

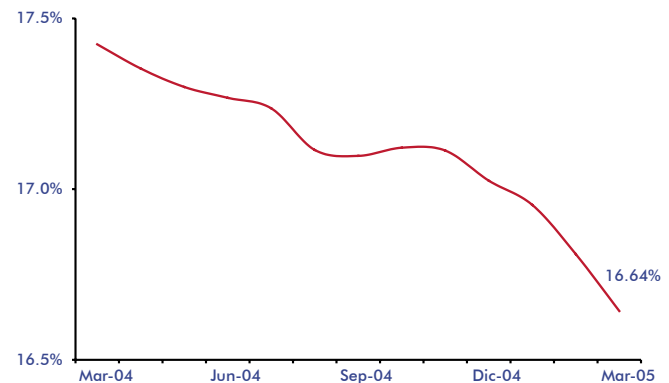
Fuente: Estados Financieros del Sistema Financiero - SIBOIF

La cartera agrícola mantiene la participación más alta de la cartera de riesgo (41.3 por ciento). Esto se debe a ésta abarca los mayores saldos en deuda reestructurada como consecuencia de problemas en algunos sectores (por ejemplo el cafetalero), a finales de los 90 y primeros años de 2000. Sin embargo, su proporción se redujo en comparación con la observada a marzo de 2004 (48.9 por ciento).

La rentabilidad de la cartera (16.6%) continuó la tendencia a la baja, y registró disminución de 0.8 puntos porcentuales con respecto a marzo de 2004. Este resultado es consistente con la misma tendencia de las tasas de interés internacionales y locales.

En lo que respecta a la calificación de la cartera del sistema financiero, el 92.3 por ciento de los créditos se clasificaron de bajo riesgo en términos de su recuperación (cartera calificada como A y B). Este indicador experimentó una mejora con respecto al observado a finales del año anterior (91.8%).

Gráfico VI-3
Sistema financiero: tasa activa implícita



Respecto al crédito del sistema financiero, a lo largo del período enero a marzo de 2005, los desembolsos alcanzaron un monto de C\$4,341.8 millones. Por su parte, las recuperaciones fueron C\$4,058.5 millones, para un monto de desembolsos netos de C\$283.2 millones.

A los sectores agrícola, ganadero e industrial se desembolsó C\$1,056.1 millones, cifra que superó en 44.7 por ciento el monto entregado el año anterior (C\$730.0 millones).

El crédito de consumo, que incluye el comercial y personal, mostró un incremento significativo en los desembolsos a marzo de 2005 comparado con el mismo período del año pasado. El total desembolsado fue de C\$3,285.6 millones, 67.5 por ciento más que a marzo de 2004.

Tabla VI-3
Sistema financiero: calificación de la cartera
(porcentajes)

	Mar-05	Jun-04	Sep-04	Dic-05	Mar-05
A	82.3	83.9	82.6	84.8	85.6
B	9.5	8.7	10.0	7.3	6.7
C	5.5	4.8	4.5	4.9	4.8
D	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4
E	1.5	1.4	1.4	1.5	1.6

Fuente: Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones.

Tabla VI-4
Sistema financiero: desembolsos y recuperaciones
(millones de córdobas acumulados a cada período)

	Mar-04	Jun-04	Sep-04	Dic-04	Mar-05
Desembolsos	2,692	6,365	10,031	14,946	4,342
Comercial	1,496	2,952	4,517	7,050	2,000
Personal	466	1,706	2,820	4,104	1,286
Industrial	458	1,129	1,563	2,188	693
Agrícola	199	421	821	1,165	237
Ganadero	73	157	310	437	127
Peq. Empresa	0	0	1	1	0
Recuperaciones	2,462	5,693	8,707	11,923	4,059
Comercial	1,272	2,577	4,029	5,608	1,990
Personal	321	1,356	2,245	3,232	984
Industrial	466	1,012	1,439	1,883	479
Agrícola	350	640	818	962	533
Ganadero	54	107	175	237	71
Peq. Empresa	-	0	1	1	1
Neto	230	673	1,325	3,023	283

Fuente: Sistema financiero nacional.

Pasivos

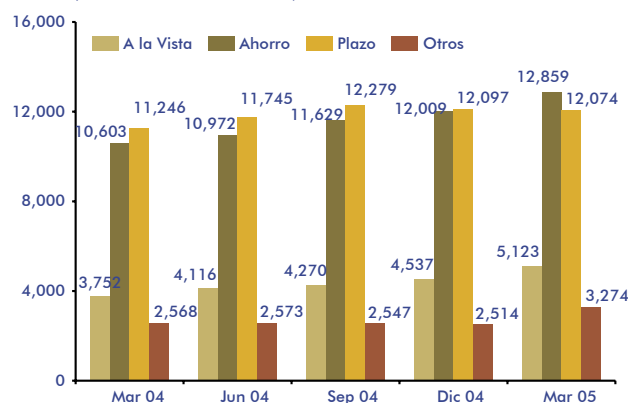
Los pasivos alcanzaron los C\$38,108.1 millones, para un crecimiento interanual de 17.5 por ciento. La participación más significativa correspondió a los depósitos (87.5%) y otras obligaciones con instituciones (9.4%).

Los depósitos del público ascendieron a C\$33,329.0 millones (18.3% de crecimiento interanual). Las expansiones más relevantes fueron en las modalidades de ahorro y a plazo.

En el último año, la participación de los depósitos en dólares se redujo 1.3 puntos porcentuales. Sin embargo, éstos siguen ocupando la mayor proporción (67.8%). Este resultado está influido por varios factores. En primer lugar, a diferencia de la tasa pasiva promedio ponderada en córdobas la tasa en dólares disminuyó con respecto a los niveles observados hace un año. Asimismo, esto podría ser el resultado de una mayor confianza en la política cambiaria. Adicionalmente, esta dinámica está

influida por las cordobizaciones de recursos externos atados para el sector público que aumentaron 12.0 por ciento en comparación con las realizadas durante el primer trimestre del año pasado.

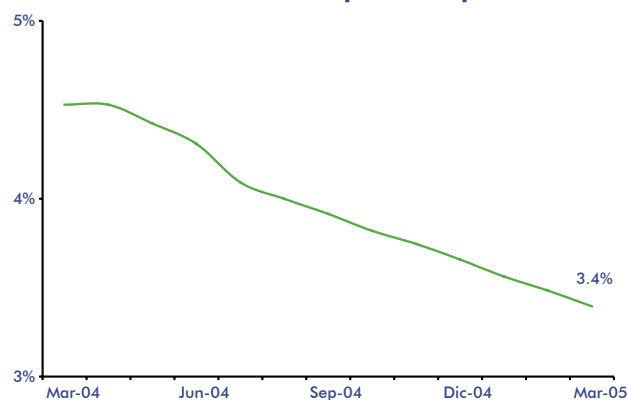
Gráfico VI-4
Sistema financiero: depósitos por modalidad
(millones de córdobas)



Las obligaciones con instituciones financieras (C\$3,610.5 millones) presentaron en este trimestre un incremento de C\$270.4 millones (8.1%), a causa de mayores desembolsos por parte de organismos internacionales, y de otras instituciones del exterior.

Procedentes de instituciones financieras del exterior, los préstamos (C\$1,796.8 millones) se incrementaron en 23.6 por ciento, con relación al saldo observado a la misma fecha del año anterior. El principal proveedor de recursos para intermediación en ambos períodos ha sido el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE). Por su parte, Procredit y Findesa registraron en

Gráfico VI-5
Sistema financiero: tasa pasiva implícita



esos períodos el mayor aumento en la obtención de préstamos con instituciones financieras del exterior.

A lo largo del período analizado, la tasa pasiva por obligaciones con el público decreció en mayor proporción que la activa, ubicándose en 3.4 por ciento a marzo 2005 contra 4.5 por ciento a marzo 2004, lo cual dio continuidad a la tendencia de disminución de los gastos financieros. No obstante, el margen de intermediación subió 0.4 puntos porcentuales colocándose en 13.3 por ciento en marzo 2005.

En resumen, el sistema financiero durante el tercer trimestre del año, incrementó su nivel de disponibilidades (C\$1,738.1 millones), cartera neta (C\$663.5 millones) e inversiones permanentes (C\$107.6 millones). La expansión anterior fue financiada mediante la captación de depósitos del público (C\$2,173.1 millones), el incremento de otras obligaciones con el público (C\$251.3 millones) y la disminución de las inversiones temporales (C\$150.5 millones).

Situación Patrimonial

A marzo 2005, el patrimonio del sistema financiero alcanzó la suma de C\$3,564.4 millones con un crecimiento interanual de 27.8 por ciento. Los aportes de las comisiones por servicios, mayores ingresos de la cartera de créditos corrientes, y menores gastos financieros por depósitos del público, continuaron destacando en el incremento de las utilidades del período.

Las utilidades por C\$228.6 millones superaron los C\$196.5 millones contabilizados hace un año, con lo cual se alcanzó un crecimiento del 16.3 por ciento.

La rentabilidad anualizada (resultados antes de impuestos / patrimonio promedio) fue de 37.0 por ciento al cierre del mes de marzo, superando en 3.9 puntos porcentuales a la rentabilidad obtenida en marzo 2004.

Con esos resultados, a marzo 2005 el sistema financiero consiguió un margen financiero total de 11.0 por ciento, el cual supera al margen de equilibrio de 5.3 puntos porcentuales.

La razón de eficiencia administrativa (gastos administrativos sobre activos promedio) del mes de marzo fue 5.1 por ciento. Este indicador experimentó un deterioro con relación al dato observado en marzo 2004 (4.6%), debido a un aumento de 18.9 por ciento en los gastos administrativos respecto a marzo 2004. El rubro que experimentó mayor crecimiento con respecto al año anterior fue sueldos y beneficios al personal (22.8%), seguido por gastos de transportes y comunicaciones (19.3%).

El capital social del sistema financiero se incrementó en C\$72.1 millones, mientras que las reservas patrimoniales aumentaron 42.1 por ciento. Asimismo, el sistema financiero pagó dividendos en el orden de C\$30.8 millones.

La adecuación de capital fue de 14.8 por ciento, subiendo 0.3 puntos porcentuales con respecto a la misma fecha del año anterior. No obstante, este indicador cayó en diciembre 2004 debido a la inclusión del 75 por ciento del monto nacional de activos de riesgo cambiario dentro de su cálculo, sin embargo durante el primer trimestre de 2005 las instituciones lograron elevarlo nuevamente gracias a los resultados financieros obtenidos durante estos meses. No obstante, la tendencia creciente que llevaba en 2005 se vio afectada en marzo, después de la adquisición del Caley Dagnall por parte de Banpro, cuando se manifestó un aumento en los activos de riesgo (11.7%) de la institución adquiriente entre febrero y marzo de 2005, sin un aumento compensatorio en el capital (2.5%).

El indicador de cobertura patrimonial por cartera de riesgo se ubicó en 27.3 por ciento, 14.4 puntos porcentuales menor al observado a marzo 2004. Lo anterior indica una reducción del compromiso potencial del patrimonio de los accionistas, mejora que se deriva de la evolución observada en la calidad de la cartera.

Gráfico VI-6
Sistema financiero: rentabilidad

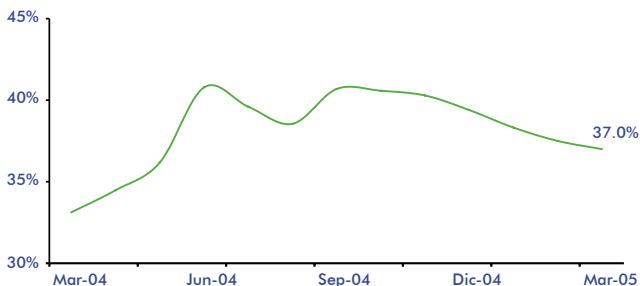


Gráfico VI-7
Sistema Financiero:
Indicadores de Solvencia

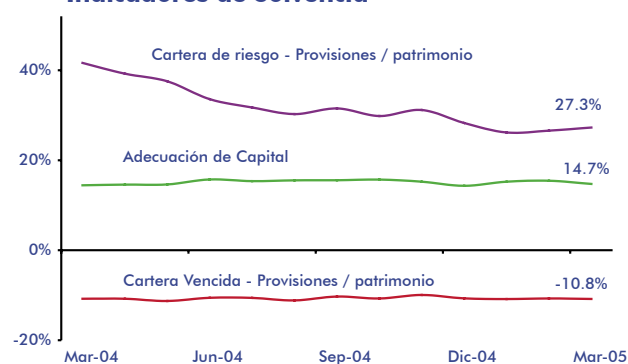


Tabla VI-6
Sistema financiero: estado de resultados
(millones de córdobas)

	Mar-04	Mar-05
Ingresos financieros	962	1,056
Egresos financieros	339	305
Margen de intermediación	623	751
Ingreso neto por comisiones	133	173
Ingreso neto por ajuste monetario	14	27
Otros ingresos operativos netos	5	17
Margen ordinario	774	967
Gastos de administración	415	493
Cuotas a la SIBOIF	10	11
Cuotas al FOGADE	52	59
Margen operativo	298	404
Otros ingresos netos	18	8
Provisión neta	-75	-129
Utilidades antes del IR	241	283
Impuesto sobre la renta	44	54
Impuesto extraordinario	0	0
Utilidad neta del período	197	229

Tabla VI-7
Fuentes y usos del sistema financiero
(millones de córdobas)

	I Trimestre - 05	
	Fuentes	Usos
ACTIVO TOTAL		
Disponibilidades		1,738.1
Inversiones temporales	150.5	
Inversiones permanentes		107.6
Cartera de créditos neta		663.5
Otros Activos		83.3
PASIVO TOTAL		
Depósitos totales	2,173.1	
Otras obligaciones c/el público		28.1
Obligaciones con instituciones	251.3	
Obligaciones con el BCN		0.8
Otros Pasivos	37.1	
PATRIMONIO	9.4	

Tabla VI-8
Sistema financiero: indicadores estructurales y de comportamiento

	2003	Mar-04	Jun 04	Sept 04	Dic 04	Mar 05
Estructura del mercado bancario						
Instituciones	9	9	9	9	10	9
Bancos Comerciales	6	6	6	6	7	6
Empresas Financieras	3	3	3	3	3	3
Sucursales	196	196	203	205	208	203
Bancos Comerciales	169	169	171	171	172	167
Empresas Financieras	27	27	32	34	36	36
Empleados	4,008	4,382	4,525	4,556	4,606	4,588
Bancos Comerciales	3,634	3,974	4,048	4,023	4,137	4,054
Empresas Financieras	374	408	477	533	469	534
Activos totales (en millones de córdobas)	33,432	35,222	36,716	38,377	39,231	41,672
Bancos Comerciales	32,356	34,047	35,358	36,718	37,366	39,623
Empresas Financieras	1,075	1,175	1,358	1,660	1,865	2,050
Activos totales del sistema bancario (porcentaje del PIB)	54.0	51.3	53.5	52.9	54.0	50.4
Concentración de mercado						
Bancos que al menos representan:						
25 por ciento de los activos totales	1	1	1	1	1	1
75 por ciento de los activos totales	8	8	8	8	9	8
Índice de Herfindahl-Hirschman	1,928	1,937	1,942	1,950	1,918	2,091
Dolarización e indicadores de riesgo cambiario						
Activos en M.E./Activos Totales	52.5	53.5	54.4	55.5	56.7	58.6
Depósitos en M.E./Depósitos Totales	69.7	69.1	68.3	68.2	68.9	67.8
Depósitos en M.E./Reservas Internacionales Brutas del BCN	237.5	214.4	204.8	215.4	196.2	208.1
Créditos en M.E./Créditos Totales	82.8	82.8	82.7	83.4	83.8	84.3
Depósitos en M.E./Activos en M.E.	106.1	103.1	100.7	98.4	96.6	92.4
Disponibilidades en M.E./Obligaciones a la vista en M.E.	142.1	151.8	162.8	163.6	142.4	147.6
Solvencia y calidad de activos						
Adecuación de Capital	14.2	14.4	15.7	15.6	14.3	15.5
Credito al sector privado como proporción del PIB	22.6	21.4	22.0	23.5	26.5	23.2
Cartera Vencida/Cartera Total	2.7	2.6	2.6	2.5	2.2	0.0
Cobertura de Provisiones:						
Provisiones/Cartera Total	4.6	4.6	4.7	4.6	4.1	4.3
Provisiones/Cartera Vencida	171.1	175.6	181.7	179.4	191.5	188.1
Préstamos hipotecarios/Cartera Total	10.4	11.0	11.7	12.0	12.4	12.8
Eficiencia y rentabilidad ^{1/}						
Gastos de Administración/Activos Totales promedio	4.5	4.7	4.8	5.1	5.1	5.1
Gastos de Administración/Margen de Intermediación bruto	66.1	66.1	61.0	60.8	63.6	63.5
Ganancias por empleado (en miles de dólares de E.U.)	10.4	9.8	12.7	13.3	13.3	13.2
Resultados (antes de impuestos)/Patrimonio promedio	32.1	33.1	40.8	40.7	39.4	37.1
Resultados (antes de impuestos)/Activo promedio	2.3	2.4	3.1	3.2	3.2	3.1
Liquidez						
Préstamos/Depósitos	54.0	53.8	52.8	53.6	59.2	57.6
Disponibilidades/Depósitos	26.4	27.3	29.3	28.7	25.4	29.5

Fuente: Gerencia Financiera - BCN

1/: Los resultados se refieren a utilidades antes de impuestos y no incluyen ingresos extraordinarios

Evolución del sector seguros

Al mes de marzo de 2005, el sector seguros en Nicaragua cuenta con 4 compañías aseguradoras privadas, que pertenecen a grupos financieros regionales (Cuadro 1) y una compañía aseguradora estatal siendo esta el Instituto Nicaragüense de Seguros y Reaseguros (INISER). Adicionalmente, el sector seguro cuenta con 49 Sociedades de Corretaje y Agencias de Seguros, y 17 corredores de seguros individuales autorizados por la SIBOIF.

A esa fecha, los activos totales del sector seguros ascendieron a C\$1,487.5 millones, correspondiente a un crecimiento interanual de 13.3 por ciento. Este incremento fue mayor que la inflación interanual al mes de marzo (8.7 por ciento), y que la evolución de la actividad económica (5.7 por ciento crecimiento promedio interanual al mes de marzo según IMAE).

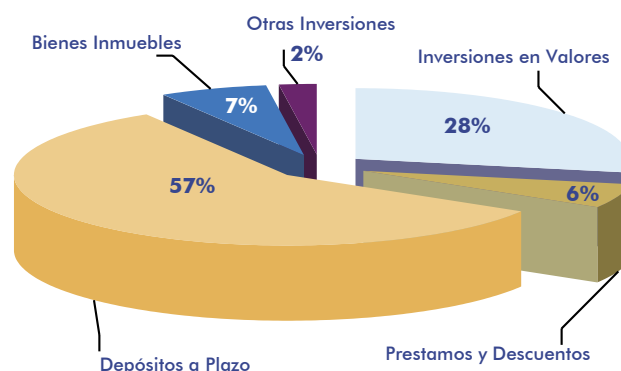
Las inversiones (C\$799.7 millones) representaron el 53.8 por ciento de los activos totales. Estas aumentaron 27.1 por ciento con relación a marzo del año anterior. El gráfico VI-8 muestra la estructura del portafolio de inversiones del sector asegurador a la fecha.

Los depósitos a plazo (460.6 millones) significaron el 57.6 por ciento de las inversiones totales. La mayoría de los depósitos a plazo (C\$452.5 millones) se encuentran en instituciones financieras del país, y solamente C\$8.1 millones se encuentran en instituciones del exterior.

Tabla VI -9

Aseguradora	Grupo financiero
Instituto Nicaragüense de Seguros y Reaseguros, INISER	Ente autónomo del gobierno
Seguros América, S.A.	Grupo Financiero BAC
Seguros Centroamericanos, S.A.	Grupo Lafise, S.A.
Metropolitana, Cia. de Seguros, S.A.	Grupo Financiero BDF
Seguros del Pacífico, S.A.	Grupo Financiero UNO

Gráfico VI-8
Distribución de inversiones neta al 31 de marzo 2005
(participación porcentual)



Las inversiones en valores, neto de reservas para fluctuaciones (C\$223.9 millones), significaron el 28.0 por ciento de las inversiones totales. El 82.2 por ciento de este portafolio se encuentra en valores de renta fija y variable emitidos por diferentes agentes de la economía nacional (gobierno central 44.4%, empresas privadas 37.6%, instituciones financieras 9.1%, BCN 5.8%, y otros entes del estado 3.5%). El 17.8 por ciento restante son inversiones en valores de instituciones del exterior.

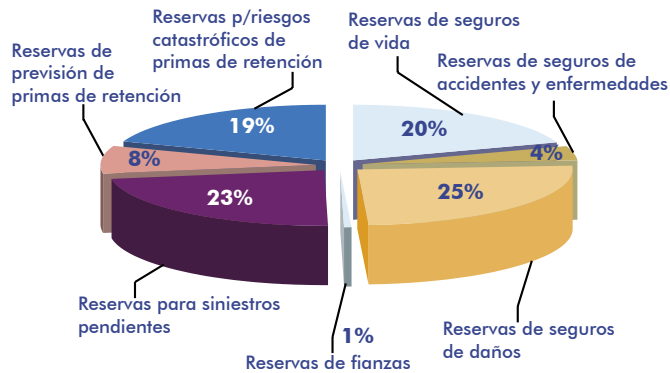
Reservas técnicas, matemáticas ^{2/}

A marzo de 2005 las reservas técnicas y matemáticas, que representaron el 73.4 por ciento de los pasivos totales, experimentaron una variación positiva (14.5 por ciento) con respecto a marzo del año anterior. Esto como resultado del crecimiento de la producción de primas y de las sumas probables de indemnización por siniestros.

El gráfico VI-9 muestra un detalle de las reservas por ramo de seguros. Las reservas de seguros de daño representaron el 25.6 por ciento del total de reservas, mientras que las reservas para siniestros pendientes significaron el 23.3 por ciento de las reservas, y las reservas de seguros de vida y para riesgos catastróficos de primas retenidas representaron 20.1 por ciento y 19.8 por ciento, respectivamente. Como se puede notar, las aseguradoras proyectan mayor siniestralidad en los ramos de seguros de daños, lo que es acorde con la concentración de primas emitidas.

^{2/} Las reservas técnicas y matemáticas son las provisiones obligatorias que deben ser constituidas por las entidades aseguradoras para atender las obligaciones contingentes contraídas con sus asegurados

Gráfico VI-9
Reservas técnicas y materiales al 31 de marzo 2005
(participación porcentual)



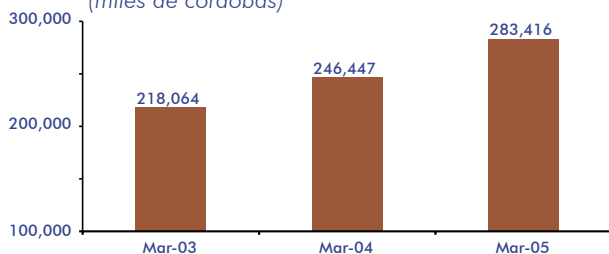
Patrimonio

El patrimonio de las compañías de seguros se ha fortalecido en el último año al pasar de C\$246.5 millones en marzo de 2004 a C\$283.4 millones en marzo de 2005, lo cual representó un incremento de 15.0 por ciento. Este incremento de patrimonio obedece fundamentalmente al aumento de resultado acumulado de periodos anteriores, así como de las reservas de capital.

Evolución de las primas netas ^{3/}

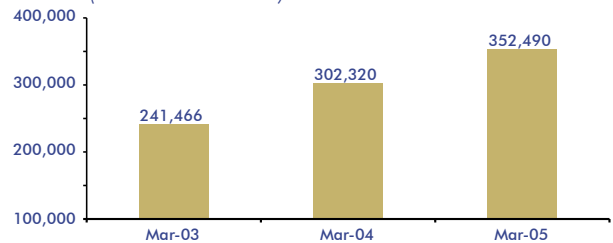
Al 31 de marzo de 2005, el ingreso neto de primas emitidas por el mercado de seguros totalizaron C\$352.5 millones de córdobas, elevándose en C\$50.2 millones con relación a marzo del año anterior. Esto representó un crecimiento interanual de 16.6 por ciento.

Gráfico VI-10
Crecimiento del patrimonio
(miles de córdobas)



^{3/} Técnicamente las primas netas es la sumatoria de los ingresos de primas de seguros, fianzas, reaseguros, coaseguros, u otras pólizas emitidas por las aseguradoras, restadas de las devoluciones y cancelaciones.

Gráfico VI-11
Ingreso neto de primas
(miles de córdobas)



Al mes de marzo de 2005 las primas netas emitidas tuvieron una participación tal y como se muestra en la Tabla VI-10. Se observó que a esta fecha las aseguradoras continuaban estando concentradas en el ramo de daños patrimoniales, los cuales representaron el 72.9 por ciento del total de primas netas. El ramo de accidentes y enfermedades significaron el 10.4 por ciento del primaje neto total, mientras que las primas por seguro de vida de planes colectivos representaron 10.0 por ciento del total. El restante 6.4 por ciento está dividido en los ramos mostrados en la Tabla VI-10.

Tabla VI -10
Primas netas emitidas por ramo de seguros
(millones de córdobas)

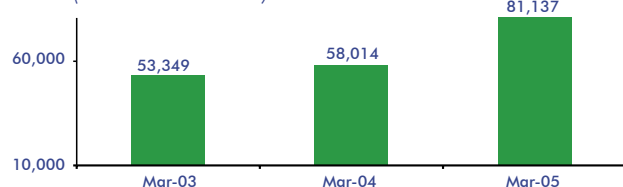
	Mar-03	Mar-04	Mar-05	Variación %
Accidentes y enfermedades	23,018	28,144	36,774	10.4
Daños	187,983	231,603	256,975	72.9
Fianzas directas	3,862	9,522	6,152	1.7
Vida planes colectivos	21,714	26,385	35,231	10.0
Vida planes individuales	4,100	5,879	16,467	4.7
Vida planes populares	789	787	889	0.3
Totales	241,467	302,320	352,489	100.0

Estructura de la siniestralidad neta ^{4/}

La siniestralidad neta a marzo de 2005 fue de C\$81.1 millones, lo cual representó un incremento de 39.9 por ciento con relación al marzo de 2004. A su vez, la siniestralidad neta significó el 23.0 por ciento del ingreso neto de primas.

^{4/} La siniestralidad se define como el acontecimiento que causa los daños concretos provistos en las pólizas y obliga a la aseguradora a honrar total o parcialmente al asegurado o a sus beneficiarios en el monto establecido en el contrato.

Gráfico VI-12
Siniestralidad neta
(miles de córdobas)



Los ramos de seguros que mayor siniestralidad presentaron al mes de marzo de 2005, fueron los seguros de daños con una participación del 73.9 por ciento del total de siniestros, equivalente a C\$60.0 millones. Adicionalmente, los siniestros por accidentes y enfermedades tuvieron una participación del 12.9 por ciento.

Índice de siniestralidad

Matemáticamente el índice de siniestralidad se define como el cociente de dividir los gastos por obligaciones contractuales entre las primas netas, y restar el valor resultante de la unidad. Este valor se resta de la unidad para otorgar un mayor puntaje a la entidad con menores siniestros. Es decir que a medida que este índice aumenta, significa que las aseguradoras tienen un mejor manejo de la siniestralidad. Este índice desmejoró en 4 puntos con relación al año anterior, situándose en 76 puntos a marzo de 2005. La disminución del índice se debe en parte al aumento interanual de 38 por ciento en los gastos por obligaciones contractuales.

Tabla VI -11
Estructura de la siniestralidad neta por ramo
(millones de córdobas)

	Mar-03	Mar-04	Mar-05	Variación %
Dividendos sobre pólizas	2,326	1,981	2,335	2.9
Fianzas directas	-967	91	85	0.1
Gastos de ajuste por reafianzamiento tomado	0	0	-27	0.0
Rescates	394	1,014	308	0.4
Siniestros por seguro directo:				
Accidentes y enfermedades	8,340	10,836	10,453	12.9
Daños	32,718	35,676	59,963	73.9
Vida planes colectivos	9,900	7,027	8,379	10.3
Vida planes individuales	150	1,013	-644	-0.8
Vida planes populares	489	378	284	0.3
Total	53,349	58,014	81,137	100.0

Tabla VI -12
Índice de siniestralidad
(puntos porcentuales)

	Mar-04	Dic-04	Mar-05
A. Gastos por oblig. Contractuales	60,336	306,573	82,988
B. Primas netas	302,320	1,143,440	352,490
Índice de Siniestralidad (1-(A/B))*100	80	73	76

Tabla VI -13
Rentabilidad operativa
(porcentaje)

	Mar-04	Dic-04	Mar-05
Utilidad (perdida) de operación	11,821	14,338	17,202
Primas retenidas	170,297	705,442	193,890
Rentabilidad Operativa	6.9	2.0	8.9

Tabla VI -14
Rentabilidad: relaciones anualizadas
(porcentaje)

	Mar-04	Dic-04	Mar-05
Utilidad neta/Activo	2.9	2.7	2.7
Utilidad neta/patrimonio	15.7	15.7	15.4

Rentabilidad

La rentabilidad operativa del sector seguro, medida por la relación entre utilidades (pérdidas) de operación del período dividido por las primas retenidas, mide el total de beneficio o pérdida económica registrada por las aseguradoras. La rentabilidad operativa a marzo de 2005 mejoró a 8.9 por ciento. El aumento de la rentabilidad operativa se explica en parte por el aumento en las primas retenidas (C\$193.9 millones) y por una disminución en los gastos por exceso de pérdidas catastróficas (C\$14.2 millones), y en los gastos netos operacionales (C\$59.4 millones), en comparación con marzo del año anterior.

Adicionalmente, en marzo de 2005 las aseguradoras presentaron pérdidas por otros productos y gastos netos en C\$4.7 millones, lo que disminuyó considerablemente las utilidades netas.

La rentabilidad obtenida sobre el activo, medida por la relación anualizada entre utilidad neta y activos se mantuvo en 2.7 por ciento en el período analizado. Adicionalmente, la relación anualizada entre utilidad neta y patrimonio decreció levemente a 15.4 por ciento.

Tabla VI -15
Compañías de seguros : balance general comparativo
(miles de córdobas)

Concepto/Período	Mar-04	Dic-04	Mar-05	Variación %
TOTAL ACTIVO	1,312,803	1,371,972	1,487,450	13.3%
INVERSIONES	628,955	798,414	799,656	27.1%
Inversiones en Valores (Neto)	158,822	237,575	223,891	41.0%
Prestamos y Descuentos (Neto)	55,675	47,303	45,829	-17.7%
Depósitos a Plazo	329,813	439,942	460,639	39.7%
Bienes Inmuebles (Neto)	56,612	53,539	52,515	-7.2%
Otras Inversiones (Neto)	28,031	20,054	16,782	-40.1%
DISPONIBILIDADES	149,184	73,613	128,906	-13.6%
PRIMAS POR COBRAR (Neto)	228,872	218,249	258,009	12.7%
Vida	35,213	24,961	29,866	-15.2%
Accidentes y Enfermedades	27,162	19,933	31,730	16.8%
Daños	179,173	188,451	210,972	17.7%
Finanzas	1,747	1,480	1,451	-16.9%
Reservas para Primas por Cobrar	-14,422	-16,575	-16,010	11.0%
RESERVAS A/C DE REAS, Y REAF.	171,301	142,501	144,278	-15.8%
Reservas Técnicas a/c de Reas. y Reaf.	11,737	8,913	9,529	-18.8%
Reservas p/Siniestros Pend. a/c de Reas.	159,564	133,588	134,748	-15.6%
DEUDORES VARIOS(Neto)	58,819	77,720	76,560	30.2%
TOTAL PASIVO	1,066,352	1,115,508	1,204,034	12.9%
RESERVAS TÉCNICAS Y MATEMÁTICAS	771,851	843,752	883,691	14.5%
Reservas de Seguros de Vida	145,591	154,991	174,473	19.8%
Reservas para Rentas y Pensiones	0	0	0	0.0%
Reservas de Seguros de Accidentes y Enfermedades	24,555	32,492	35,955	46.4%
Reservas de Seguros de Daños	171,057	218,640	222,862	30.3%
Reservas de Finanzas	5,081	5,458	5,072	-0.2%
Reservas para Reaseguro y Reafianzamiento Tomado	0	0	0	0.0%
Reservas para Siniestros Pendientes	213,004	197,944	202,285	-5.0%
Reservas de Previsión de Primas de Retención	58,475	67,302	70,940	21.3%
Reservas p/Riesgos Catastróficos de Primas de Ret.	154,088	166,925	172,104	11.7%
PRESTAMOS POR PAGAR	14,562	11,281	10,077	-30.8%
CASA MATRIZ	0	0	0	0.0%
OTROS PASIVOS	39,142	51,646	53,383	36.4%
DIFERIDOS	9,208	10,255	10,437	13.3%
PATRIMONIO	246,447	256,464	283,416	15.0%
Capital Social Autorizado suscrito y pagado	153,715	159,303	159,303	3.6%
Capital Social Autorizado suscrito y no pagado	0	0	0	0.0%
Capital Social Autorizado suscrito y pagado	0	0	0	0.0%
Acciones en Tesorería	0	0	0	0.0%
Casa Matriz Cuenta Capital	0	0	0	0.0%
Reserva de Capital	27,072	28,705	31,098	14.9%
Superavit de Capital	0	0	0	0.0%
Resultados Acumulados de Períodos Anteriores	43,665	28,425	70,680	61.9%
Resultados del Período	21,996	40,031	22,335	1.5%
TOTAL PASIVO + CAPITAL, RES. Y SUPERAVIT	1,312,803	1,371,972	1,487,450	13.3%

Tabla VI -16
Compañías de seguros: estado resultado comparativo
(miles de córdobas)

Concepto / Período	Mar-04	Dic-04	Mar-05	Variación %
1.- Ingreso Neto de Primas	302,320	1,143,440	352,490	16.6%
2.- (-) Primas x Reas. y Reaf. Cedido	132,024	437,997	158,600	20.1%
3.- Primas Retenidas	170,297	705,442	193,890	13.9%
4.- Variación de Reserv. Tec. X Retenc.	28,921	101,398	28,753	-0.6%
5.- Margen para Siniestros y Gtos. de Operación	141,374	604,045	165,136	16.8%
6.- Siniestralidad Neta	58,014	295,290	81,137	39.9%
7.- Neto Recup. por Reaseguros/Reafianzamiento	6,509	40,911	6,803	4.5%
8.- Costo de Siniestralidad por Retención	51,505	254,381	74,333	44.3%
9.- Gastos por Exceso de Pérdida Catastróficas	17,693	59,383	14,214	-19.7%
10.- Total Costos + Gastos Exc Pérdida (Neto)	69,198	313,764	88,548	28.0%
11.- Margen para Gastos de Operación	72,176	290,281	76,587	6.1%
12.- Gastos de Adquisición y Renovación	36,686	151,597	39,218	6.9%
13.- Gastos de Administración	52,486	232,157	58,002	10.5%
14.- Total Gastos de Operación	89,169	383,753	97,221	9.0%
15.- (-) Comisión por Reaseg y Reaf Cedido	28,814	107,809	37,835	31.3%
16.- Gastos Netos Operacionales	60,356	275,944	59,385	-1.6%
17.- Utilidad (Pérdida) Operación	11,821	14,338	17,202	45.5%
18.- Productos Financieros	10,895	48,795	12,020	10.3%
19.- (-) Gastos Financieros	6,776	21,023	6,703	-1.1%
20.- Utilidad (Pérdida) Productos y Gtos Netos Fin.	4,115	27,773	5,317	29.2%
21.- Ingresos por Variac. en el Tipo de Cambio	13,540	58,878	16,248	20.0%
22.- (-) Egresos por Variac. en el Tipo de Cambio	10,230	43,264	11,741	14.8%
23.- Utilidad (Pérdida) por Variac Tipo de Cambio Neto	3,311	15,613	4,507	36.1%
24.- Otros Productos	28,713	73,495	22,811	-20.6%
25.- (-) Otros Gastos	25,964	82,098	27,504	5.9%
26.- Utilidad (Pérdida) Otros Productos y Gtos Netos	2,749	-8,602	-4,693	-270.7%
27.- Utilidad (Pérdida) Neta a IR	21,996	49,121	22,335	1.5%
28.- (-) Impuesto S/Renta	0	9,090	0	0.0%
29.- UTILIDAD (PÉRDIDA) NETA DESPUES DEL IR ACUMULADO	21,996	40,031	22,335	1.5%

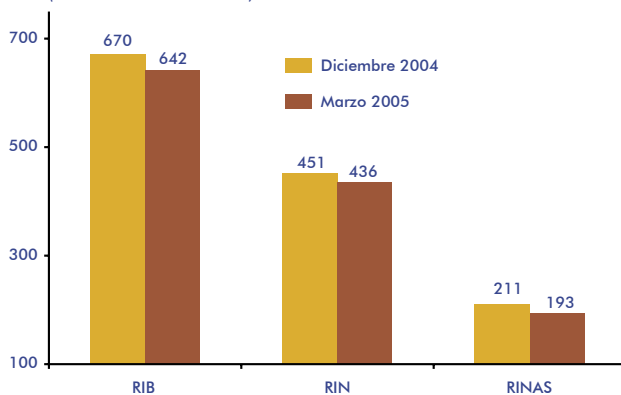
Sección VII

Reservas internacionales y deuda externa

Reservas internacionales

Al 31 de marzo de 2005 las Reservas Internacionales Brutas (RIB) alcanzaron niveles de US\$642.2 millones, lo que representa una disminución de US\$28.2 millones con relación al nivel observado al 31 de diciembre 2004. Esta disminución se debió fundamentalmente a retiros netos de las cuentas corrientes de los bancos comerciales y el gobierno por US\$64.9 millones, servicio de deuda externa, que afectó reservas, por US\$18.6 millones, disminución de tenencias de Derechos Especiales de Giro (DEG) por US\$0.2 millones, incremento de cobertura de cartas de crédito por US\$1.0 millón, variación cambiaria por US\$3.2 millones y otros egresos netos por US\$1.8 millones de dólares. Estos egresos se vieron parcialmente compensados con desembolsos de préstamos y donaciones externas a favor del gobierno por US\$58.5 millones e intereses devengados sobre la inversión de las RIB por US\$3.0 millones.

Gráfico VII-1
Comportamiento de las RIB, RIN y RINAS
(millones de dólares)



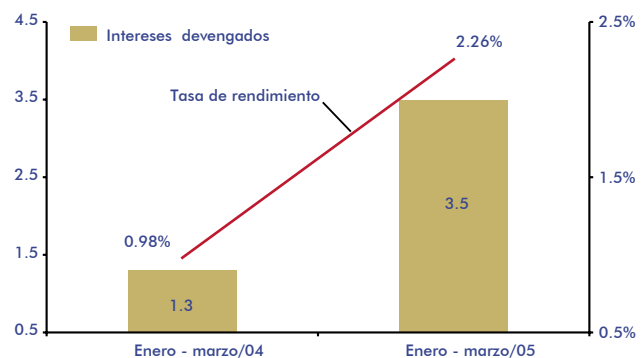
Rendimiento de las inversiones

Durante el período enero-marzo de 2005 el saldo promedio de los depósitos e inversiones en el exterior fue de US\$616 millones, superior en 20% al saldo promedio observado en el mismo período del año 2004, cuando

fue de US\$ 514 millones. Los depósitos e inversiones en el exterior representaron el 96% de los activos de reserva y fueron colocados en diferentes instrumentos de inversión, tales como: Depósitos a la vista, depósitos "overnight", depósitos a plazo (DAP) e Instrumentos de Mediano Plazo (MTI, por sus siglas en inglés). Las inversiones en DAP se realizaron de forma escalonada, en plazos desde una semana hasta un máximo de un mes, mientras la inversión en MTI es a plazo de un año. La colocación de los recursos se hace priorizando la liquidez requerida por el BCN para cubrir en tiempo y forma los compromisos de pago de la Institución.

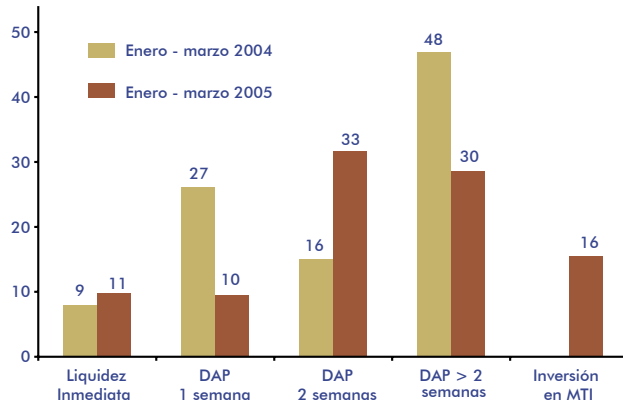
Los depósitos e inversiones en el exterior generaron durante el período enero-marzo US\$3.5 millones de dólares en intereses (incluyen US\$0.5 millones de intereses reservados), lo que equivale a un rendimiento promedio de 2.26% anual. Este rendimiento fue en 128 puntos básicos (pb) superior al rendimiento obtenido en el período enero-marzo 2004, permitiendo obtener US\$2.2 millones más por este concepto en el primer trimestre de 2005. Lo anterior se debió fundamentalmente al rendimiento de 2.2425% obtenido sobre la inversión en MTI y a dos incrementos consecutivos de 25 pb cada uno en la tasa de los Fondos Federales de los Estados Unidos de América (EE.UU.) aprobados por el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés), en los meses de febrero y marzo de 2005. La aplicación de una política monetaria contractiva por parte del FOMC, es con el propósito de elevar gradualmente el costo del dinero y mermar las presiones inflacionarias, frente al ritmo de crecimiento sólido de la economía de los EE.UU. y a un incremento de los precios del petróleo.

Gráfico VII-2
Rendimiento de las reservas en el exterior
(millones de dólares y porcentaje)



El monto promedio invertido de 616 millones de dólares se colocó en instrumentos altamente líquidos, distribuidos de la siguiente manera: 11% en instrumentos de liquidez inmediata (inversión "Overnight", cuenta corriente, depósitos por un día); 10% en DAP a una semana; 33% en DAP a dos semanas; 30% en DAP a más de dos semanas y el restante 16.0% en MTI. Los tipos de instrumentos de inversión y distribución geográfica reflejan las decisiones del Comité de Administración de Reservas (CAR) de priorizar la liquidez de las reservas y su seguridad.

Gráfico VII-3
Composición de las inversiones en el exterior
(porcentaje)



Mercado Cambiario

Mesa de Cambios del BCN: Durante el primer trimestre del 2005 el BCN ejecutó 303 operaciones de compra y venta de dólares de los Estados Unidos de América (US\$) a los bancos comerciales, financieras y al gobierno, por un total de US\$119.7 millones. El balance neto de las operaciones de mesa de cambio del BCN del primer trimestre de 2005 fue de ventas netas, por aproximadamente US\$29.8 millones, resultado de compras netas al gobierno central por US\$43.1 millones y ventas netas a los bancos y financieras por US\$72.9 millones. Mientras, en el primer trimestre de 2004 el balance negativo, de ventas netas, fue por aproximadamente por US\$29.0 millones, muy cercano a las cifras del primer trimestre de 2005.

Operaciones de Bancos, Financieras y Casas de Cambio: Las operaciones transadas por estos agentes financieros con el público en el primer trimestre de 2005

totalizaron US\$1,485.4 millones de dólares, de los cuales US\$1,431,3 millones fueron ejecutados por bancos y financieras y el resto por casas de cambio. Los bancos y financieras compraron US\$719.5 millones y vendieron US\$711.8 millones, por lo que su balance cambiario fue positivo en US\$7.7 millones de dólares. Por su parte las casas de cambio también tuvieron un balance cambiario positivo de US\$9.1 millones de dólares. Por otro lado, en comparación con el primer trimestre de 2004, las operaciones de compra y venta de US dólares de los bancos comerciales y financieras se incrementaron en un 16% en el primer trimestre de 2005, mientras las de las casas de cambio disminuyeron en 42%.

Gráfico VII-4
Mercado de cambiocompras y ventas totales primer trimestre 2005
(millones de dólares)

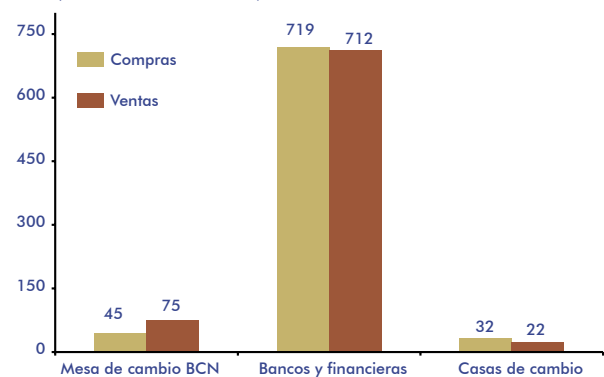


Gráfico VII-5
Mercado de cambio comparativo compras totales primer trimestre 2004-2005
(millones de dólares)

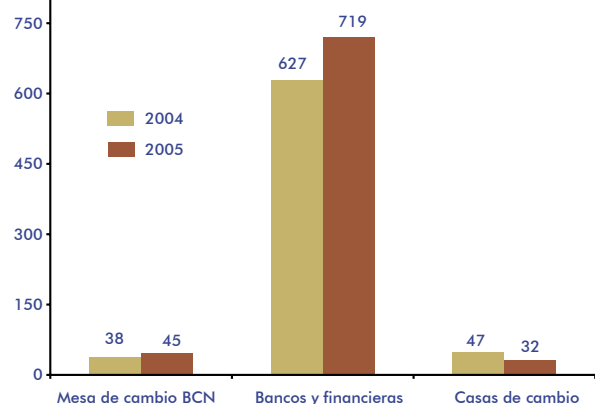
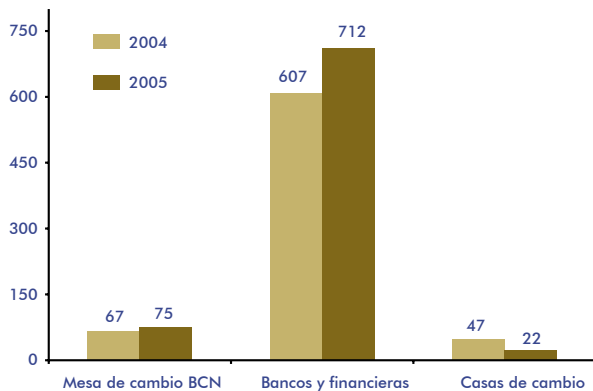
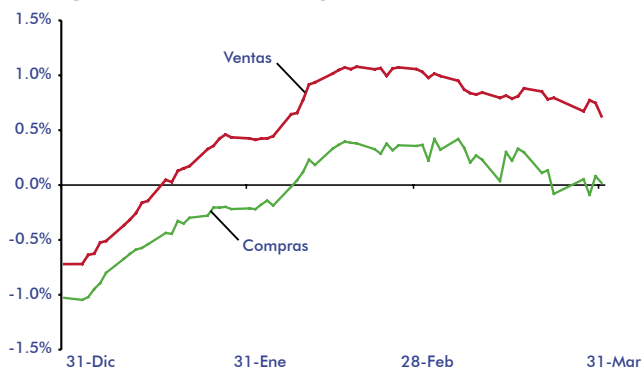


Gráfico VII-6
Mercado de cambio comparativo
ventas totales primer trimestre 2004-2005
 (millones de dólares)



Comportamiento de la brecha cambiaria: La brecha cambiaria de compra durante el primer trimestre de 2005 varió entre un mínimo de 1.05% negativo, observado el 3 de enero de 2005 y un máximo de 0.42% positivo, observado los días 3 y 7 de marzo de 2005. Por su parte la brecha cambiaria de venta varió entre un mínimo de 0.72% negativo, observado el 3 de enero de 2005 y un máximo de 1.08% positivo, observado el 18 de febrero de 2005.

Gráfico VII-7
Brecha cambiaria bancos, financieras
y casas de cambio - primer trimestre 2005

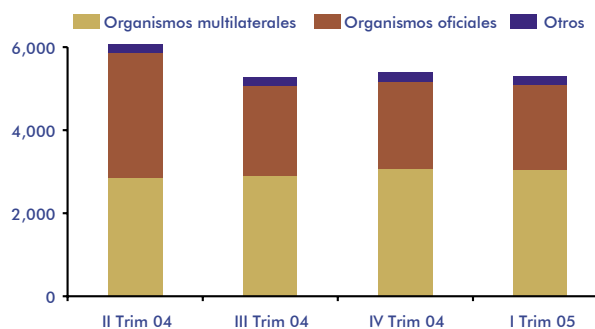


Saldo de la deuda externa

Al 31 de marzo de 2005 la deuda pública externa alcanzó 5,301.4 millones de dólares, registrándose una disminución neta en el saldo de dicha deuda en comparación con el nivel observado al 31 de diciembre de 2004 de 89.2 millones de dólares. Esta disminución

en el saldo de la deuda se debió principalmente a un alivio de deuda en el marco de la Iniciativa HIPC de 111.5 millones de dólares (de los cuales 91.3 millones corresponden a alivio de Italia y 20.2 millones a alivio de acreedores multilaterales), así como a amortizaciones efectuadas durante el trimestre por 14.4 millones de dólares y a una variación cambiaria por 49.4 millones de dólares. Las disminuciones antes señaladas se vieron compensadas por desembolsos de préstamos externos por 75.1 millones de dólares y acumulación de intereses por 11.0 millones de dólares.

Gráfico VII-8
Saldo de la deuda pública externa por acreedor
 (millones de dólares)



Nuevas contrataciones

El sector público contrató cuatro préstamos externos por un total de 88.3 millones de dólares, los cuales fueron contratados con el Banco Interamericano de Desarrollo y Bélgica. Estos cuatro préstamos fueron contratados a un plazo promedio de 37 años y una tasa de interés promedio ponderada del 1.75% anual. Con estas condiciones se obtiene un elemento de concesionalidad promedio del 56% para estos préstamos, el cual está por encima del 35% de concesionalidad mínimo establecido en el programa acordado con el FMI.

Desembolsos

Durante el primer trimestre de 2005, se desembolsaron préstamos externos por un total de 75.1 millones de dólares. De este total, 57.8 millones de dólares (equivalentes al 77%) fueron desembolsados por acreedores multilaterales, entre los cuales destacan el BID con 27.9 millones, el Banco Mundial con 13.7 millones, OPEC Fund con 13.4 millones y otros con 2.8

millones. Los 17.3 millones de dólares restantes fueron desembolsados por acreedores bilaterales.

Renegociaciones y condonaciones en el marco de la Iniciativa HIPC

En línea con la estrategia de negociación de la deuda externa en el marco de la Iniciativa HIPC se terminó de implementar la Minuta Acuerdo suscrita con el Club de París el 4 de marzo de 2004. Bajo esta Minuta los 12 países acreedores miembros del Club de París acordaron conceder a Nicaragua un alivio de deuda por aproximadamente 1,225.6 millones de dólares. Además, los acreedores miembros del Club de París, de manera bilateral, concederán un alivio adicional por alrededor de 218.5 millones, para un alivio total de 1,444.1 millones de dólares.

Para implementar la condonación de deuda acordada bajo la Minuta del 4 de marzo, Nicaragua suscribió acuerdos bilaterales con cada uno de los 12 acreedores participantes, los cuales fueron suscritos por el BCN, en su carácter de agente financiero del gobierno de la República de Nicaragua. El último acuerdo bilateral de condonación bajo esta Minuta fue suscrito con Italia durante el primer trimestre de 2005, mediante el cual este acreedor condonó deuda equivalente a 91.3 millones de dólares.

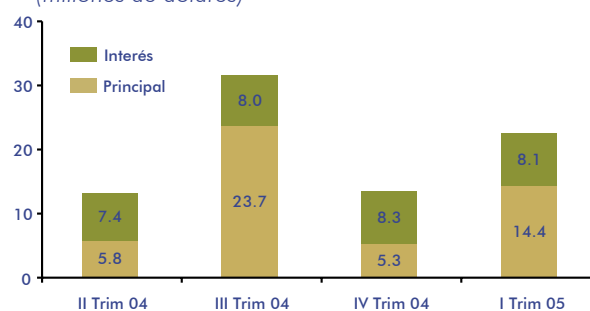
Al 31 de marzo de 2005, el BCN había suscrito acuerdos bilaterales de condonación de deuda por un total de 1,397.5 millones de dólares con 12 acreedores miembros del Club de París, la mayoría de los cuales otorgaron condonaciones del 100% de las deudas, quedando únicamente pendiente la firma de acuerdos bilaterales de alivio adicional (fuera de la Minuta Acuerdo del 4 de marzo de 2004) con Francia y España.

Servicio de la deuda externa

El servicio contractual de la deuda externa del primer trimestre de 2005 antes de alivio HIPC alcanzó los 107.5 millones de dólares. Sin embargo, el servicio efectivamente pagado (incluyendo pagos al FMI, subvenciones del BID y pagos en córdobas) fue de solamente 22.5 millones. La diferencia de 85.0 millones corresponde a alivio de deuda obtenido en el marco de la Iniciativa HIPC.

Del servicio pagado por 22.5 millones de dólares, 14.4 millones correspondieron a principal y 8.1 millones a intereses. Por otra parte, 6.3 millones fueron pagados a acreedores oficiales bilaterales, 12.1 millones a acreedores multilaterales, y 4.1 millones a acreedores comerciales. El gobierno pagó un total de 12.4 millones, el BCN 6.0 millones y la FNI 4.1 millones.

Gráfico VII-9
Servicio de la deuda pública externa
(millones de dólares)



Alivio en el servicio de la deuda externa

El alivio total en el servicio de la deuda externa del primer trimestre de 2005 fue de 85.0 millones de dólares, de los cuales 83.9 millones corresponden a alivio HIPC y 1.1 millones a alivio adicional del Club de París. En este período, se obtuvo un alivio HIPC en el servicio de la deuda de parte de los acreedores multilaterales (BID, BCIE, IDA, FMI, FIDA y OPEC Fund) por 31.2 millones de dólares distribuidos de la siguiente manera: 7.4 millones del BID, 14.5 millones del FMI, 5.3 millones del BCIE, 2.8 millones del IDA, 0.5 millones del FIDA y 0.7 millones de OPEC Fund. Asimismo, el alivio total en el servicio de la deuda con los acreedores bilaterales fue por 53.8 millones.

Nota metodológica sobre técnicas cuantitativas: Series de tiempo

Oscar Gámez S.^{1/}

Resumen

Esta nota metodológica tiene por objeto presentar un resumen de la evolución de los métodos cuantitativos que se utilizan en el análisis económico y ofrecer al lector no especializado una explicación intuitiva de su significado. Este documento será una ayuda para comprender conceptos como el de equilibrio de largo plazo, la dinámica de corto plazo, la medición de incertidumbre, la medición de los shocks o innovaciones y el grado de consistencia entre estos comportamientos.

Este documento podría ser de utilidad debido a que el análisis de series de tiempo permite dar evidencia de relaciones estadísticas entre variables y a su vez genera pronósticos de corto, mediano y largo plazo. Lo anterior implica que el análisis de series de tiempo es una herramienta poderosa a la hora de tomar decisiones de política económica.

La estructura del trabajo es la siguiente. Primeramente, se explican las técnicas de series de tiempo más antiguas, que planteaban regresiones bastante simples; luego en la siguiente sección se aborda la metodología de Box y Jenkins; en la tercera sección se presentan ciertas consideraciones acerca de la estacionariedad de ciertas variables comunes; en la cuarta sección se aborda el tema de vectores de cointegración y modelos de corrección de errores; luego en la quinta sección se desarrolla el tema de ARCH y GARCH; posteriormente se revisa el tema de Sistemas de Ecuaciones y los Vectores Autorregresivos; luego en la séptima sección se revisa el tema de los Modelos de Vectores de Corrección de Errores; y en la última sección se presentan ciertas conclusiones de este trabajo.

^{1/}: Lo expresado en este documento es plena responsabilidad del autor y no refleja necesariamente la posición del Banco Central de Nicaragua.

Modelos estructurales

La econometría de series de tiempo ha estado en un profundo avance, siempre con los objetivos de pronosticar razonablemente variables económicas y dar evidencia empírica de relaciones entre variables. Inicialmente, se postulaban modelos uniecuacionales en los que una variable dependía de un conjunto de variables explicativas; por ejemplo, estos modelos estimaban ecuaciones de consumo, en las que se postula que el consumo nacional depende del ingreso nacional, de la tasa de interés, de la riqueza agregada, y de otras variables que reflejen la confianza de los consumidores. Incluso en estos modelos se podían incluir rezagos de esas mismas variables explicativas, para tomar en cuenta que dichas variables no afectaban inmediatamente al consumo nacional.

Estos modelos tenían como soporte una teoría económica que les permitía tener una idea de la magnitud y dirección de impacto de los movimientos de cada una de las variables explicativas. Debido a lo anterior, estos modelos recibieron el nombre de “modelos uniecuacionales estructurales”, porque tenían una “estructura” implícita, otorgada por la teoría económica.

A continuación se muestra un ejemplo referido a la estimación de una ecuación de consumo privado para el caso nicaragüense, donde las observaciones están en frecuencia trimestral en el período 1994-01 : 2004-02.

Variable dependiente: log C

Variable	Coefficiente	Error estándar	t	Valor P
Constante	1.7048	0.5940	2.8698	0.0067
log Y	0.7906	0.0883	8.9568	0.0000
i (-1)	-0.0027	0.0159	-0.1724	0.8640
R cuadrado	0.8113	Error estándar de regresión		0.0706
R cuadrado ajust	0.8014	Durbin-Watson		0.9793

Donde:

log C = logaritmo natural del Consumo privado real

log Y = logaritmo natural del Ingreso nacional real

i(-1) = tasa de interés activa^{2/} rezagada un trimestre

^{2/}: Se introduce la tasa activa porque se está suponiendo que un aumento de la tasa de interés activa reduce los incentivos de los agentes económicos a endeudarse y adquirir bienes durables. Sin embargo, se podría pensar que es mejor introducir la tasa de interés pasiva, ya que un aumento de ésta incentiva el ahorro (vía aumento de los depósitos) y por lo tanto disminuye el consumo privado. Ambas opciones son bastante razonables.

Según estas estimaciones, la elasticidad del consumo privado con respecto al ingreso nacional es aproximadamente 0.8; es decir, si el ingreso nacional aumenta en 10%, el consumo agregado aumenta en 8%. También, se observa que la tasa de interés es no significativa en explicar el consumo privado, a pesar de que presenta el signo esperado.

Metodología de Box y Jenkins

Debido a la excesiva búsqueda de precisión en los pronósticos de muy corto plazo, aparecieron los trabajos de Box y Jenkins, en los cuales se planteaba que para pronosticar una variable se podía usar información proveniente de la variable misma. Es decir, si se quería proyectar el consumo nacional del próximo período se podía utilizar solamente el consumo del período actual y los de periodos anteriores. Según estos trabajos, no era necesario ninguna teoría económica para proyectar el consumo nacional.

La metodología de Box y Jenkins hace necesario el uso de los conceptos llamados: "estacionariedad" y "orden de integración". Una variable es estacionaria cuando su distribución de probabilidad es la misma independientemente del momento del tiempo en que se le esté evaluando. La estacionariedad se convierte en un requisito esencial para poder predecir una variable en el mediano o largo plazo, ya que si la varianza o la media de dicha variable cambian a lo largo del tiempo, con una muestra no se podrá establecer un pronóstico puntual adecuado de dicha variable, ni tampoco un intervalo de confianza razonable. Lo anterior se debe a que las estimaciones de la media y la varianza que se hacen con la muestra (cuando la variable es no estacionaria) no son estimadores adecuados de la media y la varianza de la variable en el futuro.

Si una variable es no estacionaria, se pueden realizar diferenciaciones sucesivas hasta llegar a una variable estacionaria. La "diferenciación" consiste en aplicar diferencia a una variable; por ejemplo, la primera diferencia de una variable es igual al valor de la variable en este periodo menos el valor de la variable en el período anterior; la segunda diferencia equivale a aplicar diferencia a la primera diferencia de la variable; la tercera diferencia equivale a aplicar diferencia a la segunda diferencia; y así sucesivamente.

Si se encuentra que una variable en nivel es no estacionaria, en tanto que la primera diferencia de dicha variable sí es estacionaria, entonces se dice que la variable en nivel (sin diferenciar) es integrada de orden uno. Si se encuentra que la variable en nivel y su primera diferencia son no estacionarias, y la segunda diferencia de dicha variable es estacionaria, se tiene que la serie en nivel es integrada de orden dos. Si se encuentra que la variable en nivel, la primera y la segunda diferencias son no estacionarias, en tanto que la tercera diferencia de la variable sí es estacionaria, entonces se tiene que la variable en nivel es integrada de orden tres. Y así sucesivamente. Cabe mencionar que si una serie en nivel es estacionaria, entonces la serie en nivel es integrada de orden cero.

Para aplicar la metodología de Box y Jenkins, se determina previamente el orden de integración de una variable (por ejemplo, supongamos que dicho orden es dos). Luego se aplica dos diferenciaciones sucesivas a la variable original, hasta obtener una nueva serie de tiempo (segunda diferencia de la serie) que es estacionaria. Después se aplica el teorema de Wold que dice que cualquier variable estacionaria es equivalente a una combinación lineal de sus rezagos y los rezagos de un término de error; estas combinaciones lineales son los modelos llamados ARIMA. Por último, con este modelo ARIMA se pueden generar pronósticos de la segunda diferencia de la variable. Luego, tomando ciertas precauciones, se pueden hacer pronósticos de la variable original (en nivel).

Se debe considerar que es necesario tomar ciertas precauciones antes de hacer pronósticos de la variable original, la cual es no estacionaria. Como se dijo, una variable no estacionaria es difícil de predecir en el mediano o largo plazo, debido a que tiene una media y una varianza que varían en el tiempo; por lo tanto, el investigador debe ser precavido y tomar en cuenta que el modelo ARIMA sólo sirve para hacer pronósticos de muy corto plazo de la variable de interés, y no sirve para hacer pronósticos de mediano o largo plazo.

Nótese que no es necesaria información de otras variables, y por lo tanto estos modelos ARIMA (en la línea de Box y Jenkins) reciben el nombre de modelos ateóricos, ya que solo están interesados en la predicción.

Algunas consideraciones sobre el orden de integración de las variables

En esta sección se abordarán ciertos aspectos que se deben tomar en cuenta a la hora de determinar el orden de integración de una variable. Para empezar, se debe mencionar que típicamente el mayor orden de integración de una variable es dos; es casi imposible encontrar que una variable necesite más de dos diferenciaciones para volverla estacionaria, a no ser que ella presente un comportamiento bastante errático y aceleraciones muy marcadas.

La mayoría de las variables económicas tienen un orden de integración sugerido por la teoría económica, que algunas veces puede no coincidir con el sugerido por la evidencia empírica ya sea por problemas de muestras pequeñas o por cambios estructurales. Cuando se presentan esos casos, en que la evidencia empírica se contrapone a la teoría, lo ideal es modificar los tests de orden de integración de manera tal que se pueda compatibilizar los resultados con lo esperado.

A continuación se aborda el orden de integración teórico de ciertas variables frecuentemente utilizadas. Teóricamente el orden de integración del logaritmo del Índice de Precios al Consumidor (IPC) para cualquier país es uno; lo anterior se debe a que se puede demostrar que el logaritmo del IPC de este período es igual al logaritmo del IPC del período anterior más un shock aleatorio, y por lo tanto, la varianza del logaritmo del IPC para un período es igual a la varianza del logaritmo del IPC del período anterior más la varianza del shock; es decir, la varianza del logaritmo del IPC va aumentando a medida que pasa el tiempo, y por lo tanto el IPC no es una serie estacionaria. Sin embargo, la primera diferencia del logaritmo del IPC sí es estacionaria (se debe recordar que la primera diferencia del logaritmo del IPC es la tasa de inflación, y por lo tanto, lo anterior implica que la tasa de inflación sí es estacionaria).

La estacionariedad de la tasa de inflación es un tema muy interesante. Nótese que si la tasa de inflación no fuese estacionaria, el desempeño de un banco central se vería afectado negativamente, ya que no podría predecir (en el mediano plazo) una variable cuya media y varianza son cambiantes en el tiempo. Por lo tanto, debido a que la experiencia nos muestra que muchos bancos centrales

han sido capaces de pronosticar y controlar la tasa de inflación, es bastante probable que la tasa de inflación sea una variable estacionaria. No obstante, es posible argumentar que la tasa de inflación es una serie no estacionaria para el caso de un país con hiperinflación; para entender lo anterior, se debe recordar que en un proceso hiperinflacionario, el banco central no puede pronosticar la tasa de inflación porque ésta es muy errática, lo cual es compatible con la idea de que en estas circunstancias la tasa de inflación es una variable no estacionaria. Pero este último caso, es atípico y de poca duración, por lo tanto es razonable considerar que la tasa de inflación es estacionaria, en general.

Otra variable cuyo orden de integración está dado por la teoría es el logaritmo del PIB. Según los modelos de ciclos reales de E. Prescott y C. Plosser, el PIB está sujeto a una serie de shocks reales cuyos efectos son permanentes, y por lo tanto hacen que la media y la varianza del PIB estén continuamente cambiando. De hecho, ellos demuestran que el logaritmo del PIB es una variable integrada de orden uno, es decir es no estacionaria. Lo anterior implica que el crecimiento del producto (cambio en el logaritmo del PIB) es una variable integrada de orden cero o estacionaria.

El hecho de que el crecimiento de la economía sea una variable estacionaria implica que es posible predecirlo, y por lo tanto, tiene sentido que las políticas económicas estén dirigidas a mantener un crecimiento estable y congruente con los fundamentals de la economía.

Otra variables cuyos orden de integración están teóricamente establecidos son la tasa de interés real y nominal. Es posible demostrar en un modelo de equilibrio general que la tasa de interés real es una función lineal del crecimiento del producto (el cual es una variable estacionaria como se dijo anteriormente) y por lo tanto aquella es una variable integrada de orden cero. Adicionalmente, se debe recordar que la tasa de interés nominal es igual a la tasa de interés real más la tasa de inflación; dado que los dos componentes de la tasa de interés nominal son estacionarios, se puede demostrar que dicha variable es también estacionaria.

También, se ha demostrado teóricamente en varios estudios que el tipo de cambio nominal es una variable no

estacionaria para economías con un régimen cambiario flexible, en el cual los vaivenes del mercado de divisas determinan la paridad de la moneda^{3/}. Sin embargo, en estas circunstancias, la tasa de depreciación resulta ser una variable estacionaria ya que, según la condición de paridad descubierta de tasas de interés, la tasa de depreciación es igual a la tasa de interés nominal doméstica menos la externa, las cuales son variables estacionarias.

Por otro lado, en un régimen cambiario de crawling peg creíble^{4/} como el de Nicaragua, el tipo de cambio (en logaritmos) es una variable estacionaria alrededor de una tendencia, donde la tendencia está determinada por el deslizamiento preanunciado de la autoridad monetaria. La teoría económica indica que el tipo de cambio es una variable estacionaria en estas circunstancias, ya que se convierte en una variable predecible dada la voluntad del banco central de mantener la paridad de la moneda con respecto a la moneda extranjera.

Para finalizar esta sección se abordará la manera de determinar si una variable "y" es estacionaria o no. Primeramente se corre la siguiente regresión:

$$\Delta y_t = a y_{t-1} + \mu, \text{ donde } \mu \text{ es un error aleatorio.}$$

Donde " Δ " es la variación de la variable "y", en tanto que "a" es el coeficiente de una regresión de la variable Δy_t sobre y_{t-1} .

Si se obtiene que "a" es estadísticamente igual o mayor que cero, se tiene que la variable "y" es no estacionaria ya que se puede demostrar que la varianza de esta variable en ese caso es indefinida. En cambio, si se obtiene que "a" es estadísticamente menor que cero, se puede decir que "y" es una variable estacionaria ya que la media y la varianza son números finitos. Para hacer los tests respectivos se utilizan las distribuciones de Dickey-Fuller, debido a la imposibilidad de utilizar las distribuciones de Student^{5/}.

Si se encuentra que la variable es no estacionaria,

3/: Algunos estudios han considerado la no estacionariedad del tipo de cambio, en un régimen cambiario flotante, como evidencia a favor de la hipótesis de eficiencia en el mercado de divisas.

4/: Entre los determinantes fundamentales de la credibilidad en el régimen cambiario están el nivel de reservas internacionales del banco central y la situación fiscal.

5/: Ver Dickey and Fuller (1979).

se procede a diferenciar la variable la cantidad de veces necesaria hasta obtener una variable estacionaria (es decir que "a" sea menor que 0). Luego, el número de veces necesarias para obtener estacionariedad determina el orden de integración de la variable.

Vectores de cointegración y modelos de corrección de errores

Esta línea de investigación (encabezada por Engle y Granger) ha combinado los modelos estructurales con algunos elementos de la metodología de Box y Jenkins. En ella se conjugan los conceptos de orden de integración de las variables con la teoría económica detrás de los modelos estructurales para establecer relaciones de largo y corto plazo entre las variables.

Por ejemplo, supongamos que se desea realizar un modelo de inflación para una economía pequeña y abierta como Nicaragua. Es bien sabido que para este tipo de economía, es probable que la paridad de poder de compra se cumpla, por lo menos en el largo plazo, a pesar de que en el corto plazo sea un poco menos probable cumplir con dicha condición. Entonces, es razonable plantear una relación de largo plazo entre los precios domésticos, el tipo de cambio y los precios internacionales. En tanto que en el corto plazo, el comportamiento de los precios domésticos puede estar afectado por factores domésticos tales como factores climáticos, presiones salariales, crecimiento del gasto interno, etc., adicionales a los que sugiere la paridad de poder de compra.

Según la metodología de Engle y Granger, es probable que en el largo plazo, exista una relación entre el logaritmo del IPC doméstico, el logaritmo del tipo de cambio y el logaritmo del IPC externo. Dicha relación se estimó para el caso nicaragüense en el período 1994-01 : 2004-02 (frecuencia trimestral), y se obtuvieron los siguientes resultados:

Donde:

Variable dependiente: log(IPC)

Variable	Coefficiente	Error estándar	t	Valor P
log(TC)	0.9163	0.0100	91.3166	0.0000
log(IPC*)	0.0828	0.0109	7.6052	0.0000
R-cuadrado ajust.	0.9976	Durbin-Watson	1.1043	
Error estándar de regresión	0.0128			

$\log(\dots)$ = representa el logaritmo de la variable que precede

IPC = IPC de Nicaragua

TC = representa el tipo de cambio nominal

IPC* = IPC externo, aproximado por el IPC de E.E.U.U.

Según la estimación anterior, el determinante fundamental de la inflación doméstica en el largo plazo es el tipo de cambio, ya que el coeficiente de impacto de éste último (0.9163) es once veces el coeficiente asociado a la inflación externa (0.0828). Este coeficiente tan alto indica que las autoridades monetarias pueden ocupar al tipo de cambio nominal como una ancla para los precios en el largo plazo. A la relación de largo plazo entre el IPC doméstico con el tipo de cambio y el IPC externo se le conoce como “vector de cointegración”.

Adicionalmente, es probable que la desviación de esta relación de largo plazo (o sea el residuo) sea un error bien comportado con media cero y varianza constante, es decir una variable estacionaria. Los resultados del test de estacionariedad para el residuo de la ecuación de largo plazo fueron los siguientes:

Test de Dickey Fuller

Ecuación para el test de Dickey-Fuller: $\Delta \text{ resid} = \alpha \cdot \text{resid}(-1) + \mu$				
Variable Dependiente: $\Delta \text{ resid}$				
Variable	Coefficiente	Error estándar	t	Valor P
resid (-1)	-0.5559	0.1458	-3.8134	0.0005

Hipótesis nula: "resid" es no estacionaria	
	t-Statistic
	-3.8134
	0.0003

Valores críticos de Dickey-Fuller	
nivel 1%	-2.6226
nivel 5%	-1.9491
nivel 10%	-1.6118

El coeficiente “ α ” estimado es -0.5559 , y el estadístico “t” asociado a dicho coeficiente es -3.8134 , el cual es menor que el valor crítico del test de Dickey Fuller al 5% de significancia (-1.9491). Al ser menor que dicho valor crítico, se puede decir que existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis de que “ α ” sea mayor o igual que cero, y por lo tanto la serie “resid” es estacionaria. Lo anterior proporciona evidencia de que el vector de cointegración realmente existe, ya que si la serie de residuos es estacionaria quiere decir que las variables TC e IPC externo explican bastante bien la tendencia estocástica del IPC doméstico.

Dado que la variable “resid” es una serie de residuos estimados, lo correcto es utilizar un valor crítico mucho más exigente proporcionado por Engle y Granger, el cual es aproximadamente -3.5 . Dado que -3.8134 es todavía menor que -3.5 , se sigue manteniendo que “resid” es una serie estacionaria, y por lo tanto se confirma la existencia del vector de cointegración.

Ahora bien, la relación planteada anteriormente es de largo plazo. Sin embargo, se puede plantear una relación de corto plazo con la ayuda de la desviación de la relación de largo plazo. A esta relación de corto plazo se le conoce como “modelo de corrección de errores” e intenta modelar la dinámica de la inflación en el corto plazo. Dicho modelo de corrección de errores sugeriría que el cambio del logaritmo del IPC, o sea la tasa de inflación doméstica, depende de: la inflación doméstica de períodos anteriores, de la devaluación y de la inflación externa de este período y de los anteriores, de ciertas variables que expliquen el desalineamiento temporal de los precios de la paridad (factores climáticos, crecimiento de los salarios, presiones de demanda interna, etc.) y de una “fuerza” que obligue a la economía a regresar a la senda de paridad de poder de compra. Donde esta “fuerza” puede estar asociada al proceso de arbitraje en el mercado de bienes, y se introduce en el modelo de corrección de errores por medio de la desviación (del período anterior) de la relación de largo plazo entre el IPC doméstico, tipo de cambio e IPC externo. Los resultados para la economía nicaragüense fueron los siguientes:

Variable Dependiente: $\Delta \log(\text{IPC})$

Variable	Coefficiente	Error estándar	t	Valor P
$\Delta \log(\text{TC})$	0.7304	0.1212	6.0279	0.0000
$\Delta \log(\text{IPC}^*)$	0.9796	0.4201	2.3317	0.0256
$\Delta \log(\text{ wprod })$	0.0114	0.0456	0.2489	0.8049
mitch	0.0353	0.0103	3.4133	0.0016
@SEAS(3)	-0.0096	0.0034	-2.8408	0.0075
resid (-1)	-0.4542	0.1226	-3.7044	0.0007

R-cuadrado	0.6481	Error estándar de regresión	0.0090
R-cuadrado ajust	0.5979	Durbin -Watson	2.0197

Donde:

Δ = variación de la variable que precede.

wprod = salario promedio ajustado por productividad

mitch = variable dummy por el Huracán Mitch en Nicaragua

@seas(3) = variable dummy que recoge la estacionalidad de la inflación en el tercer trimestre de cada año.

resid(-1) = residuo de la regresión de largo plazo rezagado un trimestre.

Parece ser que este modelo reproduce razonablemente bien el proceso generador de datos y podría servir para pronosticar la inflación en el corto plazo. Se puede ver como el crecimiento de salarios, Huracán Mitch y estacionalidad explican las desviaciones de la inflación de su senda de largo plazo. Adicionalmente, se observa que la variable resid(-1) tiene asociado un coeficiente significativo de -0.4542 , lo cual indica que cualquier desviación de la inflación de su senda de largo plazo es corregida en 45% el siguiente período; la significancia de este último coeficiente es una evidencia más que confirma la existencia del vector de cointegración.

Vale decir que si la teoría sugiere que existe tanto una relación de largo como de corto plazo entre dos variables, y solamente se toma en cuenta la relación de largo, obviando la dinámica de corto plazo, no se tendría una buena aproximación del proceso generador de datos ya que se estaría desechando información valiosa. Por tanto, las estimaciones estarían sesgadas y con varianzas erradas, de manera que no se podrían realizar pronósticos confiables de corto plazo.

Para terminar esta sección se abordará un tema acerca de los vectores de cointegración. En la ecuación de largo plazo se introdujeron variables que eran no estacionarias tales como el IPC doméstico, el tipo de cambio y el IPC externo (todos en logaritmos), las cuales son integradas de orden uno. Ahora bien, suponga que se realiza una regresión entre otro tipo de variables no estacionarias, por ejemplo, la base monetaria de Nicaragua y la población de un país africano; es probable que estas variables estén altamente correlacionadas, sin embargo, la serie de desviaciones de esta relación no puede ser un error bien comportado con media cero y varianza constante. Esto

último se debe a que la alta correlación entre estas dos variables no tiene sentido económico, es espuria, y por lo tanto no conforman un vector de cointegración o relación de largo plazo. Lo anterior conlleva a tener precaución al establecer relaciones entre variables no estacionarias solo por el hecho de que estén altamente correlacionadas, y con poco fundamento teórico. Por lo tanto, para establecer relaciones económicas entre variables no estacionarias se debe acudir a la teoría y al análisis estadístico de las desviaciones de la ecuación planteada.

Modelos ARCH y GARCH

Estas técnicas se pueden utilizar en la modelación de la incertidumbre asociada a una serie temporal, por lo cual tienen una utilidad inmediata en los análisis de incertidumbre macroeconómica y financiera. Los trabajos iniciales en esta línea de investigación fueron los de Engle (1982, 1983), en los cuales se encontró evidencia de que, para algunos fenómenos, la varianza de la perturbación en modelos de series temporales es menos estable que lo que normalmente se supone.

Un ejemplo, bastante práctico, que permitirá explicar en qué consisten y cómo se utilizan estas técnicas es la modelación de la incertidumbre inflacionaria en una economía pequeña y abierta como Nicaragua. Para empezar, suponga que los agentes económicos han formado sus expectativas con base en el modelo de corto plazo de inflación de la sección anterior, y por tanto, sus expectativas inflacionarias son iguales a los valores estimados (fitted) por dicho modelo.

Ahora bien, es imposible que dichas estimaciones coincidan con la inflación efectiva para cualquier momento del tiempo; de hecho, existe un error de pronóstico que es igual al valor efectivo de inflación menos la inflación estimada por el modelo de corto plazo, donde dicho error tiene un valor esperado igual a cero ya que se supone que el agente no se equivoca sistemáticamente. En términos generales, se puede decir que el error es la parte no predecible de la inflación, en tanto que la estimación proporcionada por el modelo de corto plazo es la parte predecible. Adicionalmente, es razonable pensar que una medida de la incertidumbre inflacionaria para el momento "t" es la varianza del error en "t" condicionada en la información existente hasta dicho momento; si la varianza condicional en "t" es cero, entonces no existe incertidumbre inflacionaria en ese momento, ya que la

inflación efectiva coincidiría con la inflación esperada; en cambio, si la varianza condicional es infinita, la inflación en "t" sería impredecible porque los movimientos de dicha variable estarían determinados plenamente por un error cuyo comportamiento es muy errático.

Cabe mencionar que si la varianza condicional, mencionada en el párrafo anterior, cambia a lo largo del tiempo (es decir, a lo largo del periodo muestral), entonces vale la pena el uso de las técnicas ARCH y GARCH, ya que éstas permiten modelar el comportamiento de la varianza del error de pronóstico en "t" condicional a la información existente hasta el momento "t", para todo "t" en el período muestral.

La técnica ARCH modela la varianza condicional en función de los rezagos de los errores de pronóstico al cuadrado; en cambio, la técnica GARCH modela la varianza condicional en función de los rezagos de los errores al cuadrado y de los rezagos de la misma varianza condicional. Cualquiera de estas especificaciones se puede estimar junto al modelo de corto plazo de inflación mostrado en la sección anterior mediante el Método de Máxima Verosimilitud, y se obtienen estimadores no lineales que incluso tienen una menor varianza que los estimadores lineales de mínimos cuadrados ordinarios que no consideran el comportamiento cambiante de la varianza condicional. Los resultados para el caso nicaragüense fueron los siguientes:

Variable dependiente e: $\Delta \log(\text{IPC})$

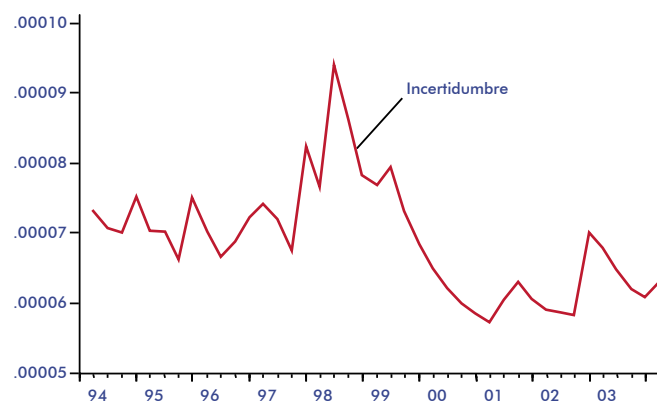
	Coefficiente	Error estándar	t	Valor P
$\Delta \log(\text{TCO})$	0.7343	0.1042	7.0452	0.0000
$\Delta \log(\text{IPC}^*)$	0.9836	0.4519	2.1765	0.0295
$\Delta \log(\text{WPROD})$	0.0089	0.0553	0.1612	0.8720
MITCH	0.0358	0.8336	0.0430	0.9657
@SEAS(3)	-0.0095	0.0044	-2.1580	0.0309
resid(-1)	-0.4308	0.1141	-3.7755	0.0002

Ecuación de la Varianza condicional del error de pronóstico

	Coefficiente	Error estándar	t	Valor P
Constante	1.23E-05	7.09E-05	0.1736	0.8622
ARCH(1)	0.0512	0.1977	0.2589	0.7957
GARCH(1)	0.7664	1.1647	0.6580	0.5105

R-cuadrado	0.6475	Error estándar de regresión	0.0094
R-cuadrado ajust	0.5594	Durbin-Watson	2.0569

Por último, del sistema de ecuaciones^{6/} anterior se pueden deducir estimaciones de la varianza del error condicional a la información acumulada existente en cada momento del tiempo, y por lo tanto, se obtiene una medida de la incertidumbre inflacionaria para cada momento en el período muestral. A continuación se muestra un gráfico de los resultados obtenidos.



A pesar de que este ejercicio es solo de ejemplo, él muestra un resultado razonable, y es que en los años 1998 y 1999 hubo un incremento en la incertidumbre inflacionaria, debido principalmente al Huracán Mitch y la entrada de capitales posterior a ese fenómeno climatológico.

Obviamente, una limitación de estas mediciones de incertidumbre es que ellas dependen del modelo escogido de predicción de la inflación, dado que no existe una forma única de descomponer una serie entre sus componentes predecibles e impredecibles.

Sistemas de ecuaciones

Las líneas de investigación abordadas en las secciones anteriores han tenido una amplia aceptación en la econometría de series de tiempo, sin embargo, todas pueden ser consideradas casos especiales del tema llamado "Sistemas de Ecuaciones". Es razonable pensar que el comportamiento de una economía se puede representar mediante un sistema de ecuaciones.

6/: El tema de "Sistemas de Ecuaciones" será tratado en la siguiente sección.

Por ejemplo, la función de consumo planteada al inicio de este documento debería estar en un sistema en el cual el ingreso depende de la tasa de interés, del grado de confianza en la economía, etc. Incluso se podría incluir la identidad contable que dice que el PIB es igual al consumo privado, más la inversión, más el gasto del gobierno, más la brecha comercial; esta relación podría ser relevante, ya que el PIB es un determinante muy importante del ingreso nacional. En fin, todas las variables están interrelacionadas en el sistema económico.

Otro ejemplo, bastante ilustrativo, es el famoso sistema de ecuaciones formado por la función de demanda y la función de oferta de cualquier bien en la economía. Si solo se plantease una ecuación, por ejemplo la curva de demanda, no se estaría tomando en cuenta la relación entre la cantidad ofrecida y el precio, lo cual podría tener consecuencias graves.

Se puede demostrar matemáticamente que al no tomar en cuenta otras ecuaciones que representan relaciones adicionales entre las variables, se podría obtener estimadores inadecuados de parámetros como la propensión marginal a consumir, la semi-elasticidad del consumo con respecto a la tasa de interés, la pendiente de la curva de demanda, la pendiente de la curva de oferta, etc.

Adicionalmente, ha surgido también la necesidad de convertir los modelos ARIMA en sistemas de ecuaciones, para introducir una mayor cantidad de información mediante el desarrollo de modelos llamados Vectores Autorregresivos (VAR). En estos modelos, una variable (X_t) depende de los rezagos de ella misma, de otra variable (Y_t), los rezagos de ésta (Y_{t-1} , Y_{t-2} , Y_{t-3} , etc.), y un error o shock. Adicionalmente también se plantea que Y_t depende de los rezagos de ella misma, de X_t así como de sus rezagos (X_t , X_{t-1} , X_{t-2} , X_{t-3} , etc.) y de otro error o shock. Este último sistema de ecuaciones (llamado VAR primitivo) pretende capturar la dinámica de las interrelaciones entre X e Y , por medio de la medición del impacto de los shocks al sistema.

Por ejemplo, supongamos que se presenta un shock; entonces con un VAR se puede saber cuál va a ser la trayectoria dinámica de las variables X e Y , tomando en cuenta las interrelaciones entre ellas. A estas trayectorias dinámicas se les conoce como “funciones impulso-

respuesta”. Adicionalmente se pueden encontrar las llamadas “descomposiciones de varianza” que consisten en determinar qué proporción de los movimientos de una variable es explicada por cada uno de los shocks del sistema, en un determinado período de tiempo.

El VAR primitivo contiene dos variables endógenas (X_t e Y_t), y varias variables exógenas (X_{t-1} , X_{t-2} , X_{t-3} , Y_{t-1} , Y_{t-2} , Y_{t-3} , etc.). Dicho sistema se puede resolver, es decir, expresar cada variable en función de solamente variables exógenas. Estas expresiones (llamadas “de forma reducida”) son fácilmente estimables mediante el método de mínimos cuadrados ordinarios.

Para poder encontrar las funciones impulso-respuesta y las descomposiciones de varianza es necesario conocer a los shocks mismos y todas las interrelaciones entre las variables, lo cual solamente se logra estimando “todos” los parámetros del VAR primitivo. Sin embargo, existe un problema para conocer el VAR primitivo, ya que existe una infinidad de VAR's primitivos que son compatibles con lo estimado en las expresiones de forma reducida. Una manera de superar este problema es por medio de la descomposición de Cholesky, la cual ordena las variables desde la menos endógena hasta la más endógena. Por ejemplo, esta técnica impone la restricción de que en el VAR primitivo, X_t afecta a Y_t , Y_{t+1} , Y_{t+2} , Y_{t+3} , pero Y_t no afecta a X_t sino que a X_{t+1} , X_{t+2} , X_{t+3} , etc.; según lo anterior, X_t es la menos endógena, debido a que no resulta afectada en el mismo período por Y_t . Por lo tanto, el VAR primitivo que se busca es aquél compatible con las expresiones en forma reducida estimadas y que además tenga a X como la menos endógena. Sin embargo, existe un inconveniente con la descomposición de Cholesky, y es que muchas veces puede no tener sentido económico el ordenamiento impuesto.

Debido a esta falta de sentido económico en esos ordenamientos, se recurrió a la búsqueda de otras maneras de identificar el VAR primitivo apropiado. La más popular es la llamada “VAR estructural”, que se define como toda aquella técnica que tenga más sustento económico que lo que pueda tener Cholesky. Esta técnica fue introducida por Blanchard y Quah (1989) y se utilizó para evaluar el impacto de los shocks de demanda y oferta sobre el crecimiento del producto y la tasa de desempleo en Estados Unidos. Blanchard y Quah impusieron la restricción de que los shocks de demanda

no afectan el crecimiento del producto en el largo plazo, lo cual es un supuesto bastante razonable. En este caso, el VAR primitivo que se buscaba era uno compatible con las expresiones en forma reducida estimadas y que además cumpliera con la restricción de que los shocks de demanda no tuvieran impacto sobre el crecimiento económico en el largo plazo.

Como ejemplo, la técnica de VAR estructural empleada por Blanchard y Quah se puede utilizar para identificar shocks estructurales en una economía pequeña y abierta como la nicaragüense; donde este tipo de economía está sujeta a shocks externos, de oferta, y de demanda que se originan tanto en el mercado de bienes como en el mercado de dinero. Los shocks externos se refieren principalmente a factores que afectan a los términos de intercambio; a su vez, los shocks de oferta se refieren a presiones salariales, factores climáticos, crédito a sectores productivos, etc; los shocks de demanda originados en el mercado de bienes (o shocks de absorción) representan cambios en la absorción asociados típicamente a los flujos de capital oficial y privado y cambios en las expectativas; por último, los shocks en el mercado de dinero (o shocks nominales) se refieren a cambios en la oferta de dinero generados por cambios en el activo interno neto, o se refieren a perturbaciones exógenas que afectan la demanda de dinero.

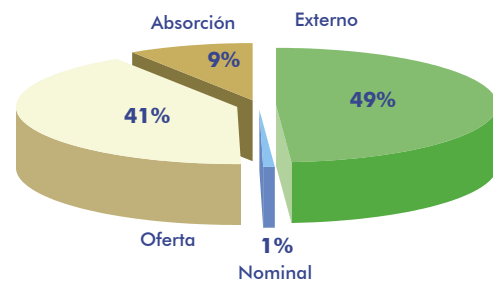
Ahora bien, para identificar los shocks se puede plantear un modelo con las siguientes variables: términos de intercambio, crecimiento del producto, déficit comercial y variación de reservas internacionales. Adicionalmente, se imponen restricciones bastante razonables tales como: los términos de intercambio no resultan afectados en ningún momento por los shocks domésticos; ninguno de los shocks de demanda afecta en el largo plazo el crecimiento del producto; y además se supone que los shocks nominales no afectan en el largo plazo a la balanza comercial debido al principio de dicotomía (que dice que una variable nominal no afecta en el largo plazo a una variable real).

Luego, se pueden realizar los análisis de descomposición de varianza para cada variable y se podrían obtener muchas implicaciones económicas. Por ejemplo, si los shocks externos y los de oferta constituyen la fuerza predominante detrás de las fluctuaciones del producto en el corto plazo, entonces habría evidencia de

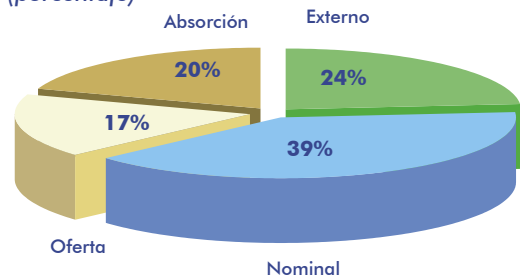
que los modelos de ciclos reales son los más apropiados para describir los mecanismos de transmisión en la economía nicaragüense; en cambio, si los shocks de demanda son los más importantes para los movimientos del producto en el corto plazo, se tendería a favorecer las teorías keynesianas. Adicionalmente, si se encuentra que los shocks nominales tienen poca relevancia en los movimientos del producto, se podría sugerir que el régimen cambiario actual en Nicaragua ha ayudado a reducir el impacto de dichos shocks sobre el producto; es bien sabido que en un régimen cambiario predeterminado, los shocks nominales se compensan con variaciones de reservas internacionales, de manera que la liquidez, la demanda agregada y el producto no resultan afectados.

Después de estimar un VAR para la economía nicaragüense se obtuvieron las siguientes descomposiciones de varianza en un plazo de 15 meses.

Descomposición de varianza del crecimiento del producto (porcentaje)



Descomposición de varianza de la variación de Reservas Internacionales (porcentaje)



En las estimaciones, el crecimiento del producto fue aproximado mediante el crecimiento T12,12 del IMAE. Como se puede observar en el primer gráfico, el crecimiento del producto es explicado en su mayor parte por shocks externos y por shocks de oferta. De hecho,

ellos explican alrededor de un 90% de la variación del crecimiento del producto, y por lo tanto se podría decir que los modelos de ciclos reales son los más apropiados para describir los mecanismos de transmisión en la economía nicaragüense.

Por otro lado, se observa en el primer gráfico que los shocks nominales explican 1% del crecimiento del producto. Adicionalmente, en el segundo gráfico se puede apreciar que la variación de reservas internacionales es explicada en gran medida por los shocks nominales (alrededor de 39%). Estos dos últimos resultados son congruentes con el cumplimiento del Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos que dice que los shocks nominales se compensan con variaciones de las reservas internacionales, y por lo tanto no afectan al crecimiento del producto.

VAR y modelos de corrección de errores

Antes de hablar de este tema, se debe aclarar que en un modelo VAR solo se pueden introducir variables estacionarias, lo cual es un requisito esencial para garantizar estabilidad del sistema dinámico de ecuaciones. Sin embargo, en economía, no todas las variables son estacionarias, y también podemos tener la inquietud de encontrar las interrelaciones dinámicas entre ellas. Para lo anterior, existen dos soluciones, dependiendo de las circunstancias.

Suponga dos variables no estacionarias (W y Z), en especial suponga que son integradas de orden uno. Si W y Z no están relacionadas mediante un vector de cointegración, es decir no existe una relación económica de largo plazo entre ellas, entonces lo óptimo es sacar la primera diferencia a ambas e introducir las primeras diferencias en un VAR primitivo, para luego aplicar Cholesky o VAR estructural.

Ahora bien, si W y Z forman un vector de cointegración, debe aprovecharse dicha relación. Se sugiere introducir las desviaciones del vector de cointegración en un VAR primitivo. Este será un VAR cuyas variables endógenas son las primeras diferencias de W y Z , y las variables exógenas son los rezagos de estas variables y la desviación del vector de cointegración o de la relación de largo plazo.

Nótese que lo dicho en el párrafo anterior es análogo a un modelo de corrección de errores, y por lo tanto se le ha conocido como VECM (Vector Error Correction Model). Se puede decir que un VECM es un VAR que toma en cuenta la relación de largo plazo entre variables no estacionarias, por medio de la introducción de las desviaciones de las relaciones de cointegración en el mismo VAR.

En 1988, Johansen utilizó la técnica VECM para determinar las relaciones de cointegración entre un conjunto de variables, por medio del análisis del rango de la matriz de parámetros asociados a las desviaciones de las relaciones de cointegración entre las variables. Esto resultó en el famoso Test de Johansen, el cual es una de las herramientas más potentes que se utilizan para determinar si existe o no relaciones de largo plazo entre un conjunto de variables.

Conclusiones

Según lo explicado en este documento, existen varias técnicas econométricas en el análisis de series de tiempo. Cada una de ellas es útil, dependiendo de las circunstancias en que se encuentre el investigador.

Los modelos uniecuacionales estructurales que se abordaron en la primera sección son útiles en dos casos: uno es cuando las variables analizadas son estacionarias; el otro caso es cuando las variables son no estacionarias y solo se está interesado en la relación de largo plazo entre ellas. Con estos modelos se puede dar evidencia del impacto de un conjunto de variables (sugeridas por una teoría) sobre otra variable, sin tomar en cuenta las interrelaciones dinámicas entre estas variables. Se sugiere usar esta metodología cuando se tienen series de tiempo cortas y se quiere encontrar evidencia de relaciones entre las variables. Se pueden utilizar para hacer pronósticos sólo si las variables incluidas son estacionarias.

La metodología de Box y Jenkins es útil cuando el investigador tiene mucha prisa e intenta hacer un pronóstico rápido de una variable en el muy corto plazo, sin tomar en cuenta el comportamiento de otras variables que pueden estar afectando a la variable de interés.

Los vectores de cointegración y modelos de corrección de errores de Engle y Granger son útiles cuando se sabe que existe una relación de largo plazo entre un conjunto de variables, y además se quiere hacer un pronóstico adecuado de corto plazo de la variable dependiente.

Las técnicas ARCH y GARCH son útiles cuando se quiere modelar la incertidumbre asociada a una variable. Típicamente se utilizan en la modelación de incertidumbre macroeconómica y financiera.

Los vectores autorregresivos son útiles cuando se pretende capturar la dinámica de las interrelaciones de corto plazo entre un conjunto de variables estacionarias (o no estacionarias que carecen de una relación de largo plazo entre ellas), por medio de la medición del impacto de los shocks asociados a este sistema de ecuaciones. Si las variables son estacionarias, incluso se pueden encontrar interrelaciones de mediano plazo. Un problema con esta técnica es que se requieren series largas, debido a que se pierden muchos grados de libertad cuando se introducen rezagos de las variables endógenas, por lo cual se sugiere que para el caso nicaragüense se trabajen con series mensuales. O en el caso de que se quiera trabajar con datos trimestrales, se sugiere introducir pocas variables endógenas al sistema de ecuaciones (a lo más tres variables endógenas).

La técnica VECM es útil cuando se requiere capturar la dinámica de las interrelaciones de corto plazo entre un conjunto de variables no estacionarias que muestran una relación de largo plazo entre ellas, por medio de la medición del impacto de los shocks asociados a este sistema de ecuaciones. Igualmente, se hace la advertencia de que para usar esta técnica se requieren series de tiempo largas, o la introducción de pocas variables en el vector de variables endógenas.

Referencias Bibliográficas

- Box, G.E.P. and G.M. Jenkins (1970) "Time series analysis: Forecasting and control", San Francisco: Holden-Day.
- Dickey D. and Fuller W. (1979) "Distribution of the estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root" Journal of the American Statistical Association. Vol 74 N° 366, pag. 427-431.
- Engle, Robert F. (1982). "Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation," *Econometrica*, Econometric Society, vol. 50(4), pag. 987-1007.
- Engle, Robert F. (1983). "Estimates of the Variance of U.S. Inflation Based upon the ARCH Model," *Journal of Money, Credit and Banking*, Ohio State University Press, vol. 15(3), pag. 286-301.
- Engle, Robert F. and Granger, Clive W J. (1987). "Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing," *Econometrica*, Econometric Society, vol. 55(2), pag. 251-76.
- Greene W. (1999) "Análisis Econométrico" Tercera edición. Prentice Hall.
- Johansen S. (1988) "Statistical Analysis of Cointegration Vectors". *Journal of Economic Dynamics and Control* 12, pag. 231-254.
- Johansen S. and K. Juselius (1990) "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration – with Applications to the Demand for Money". *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 52, pag. 169-210
- Johansen, S. and Juselius, Katarina (1992). "Testing structural hypotheses in a multivariate cointegration analysis of the PPP and the UIP for UK," *Journal of Econometrics*, Elsevier, vol. 53(1-3), pag. 211-244.
- Plosser C. (1989) "Understanding real business cycles" *The Journal of Economic Perspectives*. Vol 3 N° 3, pag. 51-78.
- Prescott E. (1986) "Theory Ahead of Business Cycle Measurement" in K. Brunner and A. H. Meltzer, eds., *Real Business Cycles, Real Exchange Rates and Actual Policies*, (Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy) 25, pag. 11-44.
- Prescott E. (2001) "Business Cycle Theory: Methods and Problems," Chapter 12 in L. P. Punzo, ed., *Cycles, Growth and Structural Change: Theories and Empirical Evidence*, London: Routledge, pag. 283-300.

