

---

## CONSEJO EDITORIAL

NINA CONRADO

Gerente de Estudios Económicos

RIGOBERTO CASTILLO

Jefe de Unidad de Investigaciones Económicas

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

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

© Gerencia de Estudios Económicos  
Banco Central de Nicaragua  
Fax: 265 1246  
Sitio de Internet: <http://www.bcn.gob.ni>  
Apartado Postal 2252, 2253  
Managua, Nicaragua  
Diagramación: Jenny Rivera N.

---

# ÍNDICE

VI	PREFACIO
VII	RESUMEN EJECUTIVO
	<b>SECCIÓN I</b>
1	CONTEXTO INTERNACIONAL
3	Perspectivas de crecimiento económico
4	Reacciones ante la crisis
	<b>SECCIÓN II</b>
5	ACTIVIDAD ECONÓMICA
5	Demanda agregada
9	Oferta agregada
12	Inflación
15	Empleo de los afiliados al INSS
16	Salarios
	<b>SECCIÓN III</b>
18	ENTORNO MONETARIO
18	Manejo de política monetaria
19	Panorama monetario
20	Agregados monetarios
21	Tasas de interés
21	Reservas internacionales
22	Encaje legal
22	Mercado cambiario
22	Sistema financiero

## TABLAS

3	Tabla I-1	Perspectivas de la economía mundial
15	Tabla II-1	Supuestos de la proyección de la inflación 2009
15	Tabla II-2	Distribución de probabilidades del pronóstico de inflación interanual 2009
19	Tabla III-1	Panorama monetario del Banco Central de Nicaragua

## GRÁFICOS

1	Gráfico I-1	Producto interno bruto
1	Gráfico I-2	Bolsa de valores
1	Gráfico I-3	Índices accionarios de mercados emergentes
1	Gráfico I-4	Producción industrial
2	Gráfico I-5	Tasa de desempleo
2	Gráfico I-6	Exportaciones e importaciones para América Latina
2	Gráfico I-7	Volumen de comercio mundial
2	Gráfico I-8	Inflación internacional
2	Gráfico I-9	Precio diario: Carne, café, azúcar
3	Gráfico I-10	Crecimiento económico
3	Gráfico I-11	América Latina y el Caribe: Evolución de la cuenta corriente y resultado fiscal
5	Gráfico II-1	Producto interno bruto trimestral por componentes de demanda: variación interanual
6	Gráfico II-2	Producto interno bruto trimestral por componentes de demanda: variación intertrimestral
6	Gráfico II-3	Remesas, crédito de consumo e hipotecario
7	Gráfico II-4	Importaciones de bienes de consumo
7	Gráfico II-5	Importaciones de bienes de consumo duraderos
7	Gráfico II-6	Gasto corriente y de capital del SPNF deflactados
7	Gráfico II-7	Importaciones de metales utilizados en la construcción
8	Gráfico II-8	Producción de bloques y cemento
8	Gráfico II-9	Exportaciones y precios de exportaciones de mercancías
8	Gráfico II-10	Exportaciones de manufacturas y productos agropecuarios
8	Gráfico II-11	Exportaciones de textiles de zonas francas
9	Gráfico II-12	Bienes importados
9	Gráfico II-13	Bienes importados de consumo intermedio
9	Gráfico II-14	PIB por actividad económica
10	Gráfico II-15	IMAE
10	Gráfico II-16	IMAE de actividades primarias
10	Gráfico II-17	Area sembrada en el II trimestre
11	Gráfico II-18	IMAE de actividades industriales
11	Gráfico II-19	Consumo de vestuario y calzado en EEUU
11	Gráfico II-20	Producción de leche y azúcar
11	Gráfico II-21	Indicador de rentabilidad del sector industrial
11	Gráfico II-22	IMAE de la construcción

12	Gráfico II-23 Índice de precio de materiales de construcción
12	Gráfico II-24 Margen de comercialización y distribución
12	Gráfico II-25 IMAE de comercio
12	Gráfico II-26 Índice de precios mundiales de alimentos
13	Gráfico II-27 Índice e precios de arroz
13	Gráfico II-28 Índice de precios de frijol
13	Gráfico II-29 Índice de precios de harina de trigo
13	Gráfico II-30 Precios de petróleo y derivados
13	Gráfico II-31 Brecha del producto
14	Gráfico II-32 Inflación general acumulada
14	Gráfico II-33 Inflación general y subyacente
14	Gráfico II-34 Contribución marginal a la inflación
15	Gráfico II-35 Distribución de probabilidades del pronóstico de inflación interanual de 2009
16	Gráfico II-36 Empleo del INSS
16	Gráfico II-37 Empleo sectorial del INSS
16	Gráfico II-38 Salario promedio real INSS, Nacional y Gobierno Central
17	Gráfico II-39 Índice de salario real sectorial
17	Gráfico II-40 Índice de salario real de sectores con rezagos
18	Gráfico III-1 Colocación neta de títulos del BCN
18	Gráfico III-2 Traslado neto de recursos del Gobierno Central al BCN
19	Gráfico III-3 Saldo de deuda interna del BCN
19	Gráfico III-4 Subastas competitivas de letras del BCN
20	Gráfico III-5 Agregados monetarios
20	Gráfico III-6 Agregados monetarios por componentes
21	Gráfico III-7 Tasas de interés del sistema financiero nacional
21	Gráfico III-8 Tasa pasiva nacional vs. Fed Fund
21	Gráfico III-9 Reservas internacionales brutas del BCN
22	Gráfico III-10 Tasas de depósitos de encaje en el BCN
22	Gráfico III-11 Tipos de cambio
23	Gráfico III-12 Fuentes y usos del sistema financiero
23	Gráfico III-13 Depósitos totales por plazo
23	Gráfico III-14 Cartera bruta de crédito por sector
23	Gráfico III-15 Disponibilidades totales por rubro
24	Gráfico III-16 Inversiones totales por instrumento

---

## Prefacio

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

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

## Resumen ejecutivo

El agravamiento de la crisis internacional ha impactado a la economía nicaragüense más allá de lo previsto a inicios de año, al tiempo que ha incidido sustancialmente en la reducción significativa de la inflación, la que al mes de julio acumuló -0.46 por ciento. Si bien, durante el segundo trimestre se presentaron signos positivos de una posible recuperación de la economía externa tales como el repunte en el precio de las acciones, la mejora del índice de producción industrial, desaceleración en la caída de la economía estadounidense y un repunte de la economía china, la incertidumbre sobre la evolución de la actividad económica es elevada. Es importante señalar que persisten preocupaciones importantes en torno a los altos niveles de desempleo.

A nivel doméstico, el impacto de la crisis se ha reflejado básicamente en una menor demanda por los productos de exportación y caídas en las remesas e inversión extranjera directa, principalmente. Las restricciones crediticias no se han convertido en un problema de liquidez del sistema financiero, el que más bien mantiene altos niveles de disponibilidades al tiempo en que han reducido su endeudamiento externo. Adicionalmente, la crisis ha impactado el precio de muchos productos primarios, que han aliviado la presión sobre los precios de los consumidores, en especial de los productos alimenticios y petróleo; no obstante, se ha visto una recuperación paulatina en el precio de éstos debido a la devaluación del dólar, expectativas favorables que se han formado con relación al desempeño futuro de las economías y de estrechamiento de la oferta de ciertos productos.

La mayor pérdida de dinamismo estimado de la economía nicaragüense durante el segundo trimestre conllevó a una revisión hacia la baja de la proyección del crecimiento de la actividad económica e inflación. Así, la nueva proyección para el comportamiento de la actividad económica es de una caída de 1 por ciento en el escenario base (0 y 0.5% en el boletín del primer trimestre), con riesgos hacia la baja y una alta incertidumbre, principalmente proveniente del desempeño de la actividad externa e inversión privada. En cuanto a la inflación, la nueva proyección central es de 2.6 por ciento en el escenario base (5-7% en el boletín del primer trimestre). Nuevamente, el balance de riesgos es sesgado hacia la baja, con una alta probabilidad de observar inflaciones cercanas a 0 por

ciento. Esta incertidumbre se asocia a los riesgos de una mayor caída en la demanda agregada.

En términos de coyuntura, los indicadores utilizados para monitorear la actividad económica muestran en conjunto un deterioro de ésta durante el segundo trimestre, luego que la serie tendencia-ciclo presentó una leve recuperación en el primer trimestre en relación al cuarto trimestre de 2008. La aceleración en la caída del segundo trimestre estaría motivada por un menor dinamismo de las exportaciones, consumo y formación bruta de capital físico, consecuentes con la tendencia decreciente de las importaciones.

Detrás del menor dinamismo de los componentes del consumo se encuentran las caídas interanuales del crédito, remesas y gasto público que más que compensaron el aumento del salario real. Las decisiones de consumo también reflejan el alto grado de incertidumbre presente en el consumidor, lo que se reflejó en una fuerte contracción en la importación de bienes duraderos, siendo la más pronunciada la referida a electrodomésticos. Para la segunda mitad del año no se espera una recuperación del consumo.

Por su parte, la menor actividad económica, las condiciones restrictivas del crédito, desaceleración en la inversión real pública y la incertidumbre, en términos de la profundidad y duración de la crisis, han conllevado a retrasos en las decisiones de inversión del sector privado, incluyendo la inversión extranjera directa. Se espera que en el segundo trimestre la construcción privada continúe hacia la baja, mientras la inversión pública, si bien finalizará con una tasa de crecimiento positiva será inferior a la prevista a inicios del año.

El impacto de la crisis ha sido más que evidente en el desempeño de las exportaciones, reflejado en menores volúmenes exportados de manufacturas y en el menor crecimiento interanual de productos agropecuarios, principalmente. Las zonas francas también han sido afectadas fuertemente, sobretodo por la menor demanda de textiles. Se estima que la contracción en las exportaciones se revertirá parcialmente en el segundo semestre debido a la menor desaceleración de la economía externa y una leve recuperación de los precios de los principales productos de exportación nicaragüense.

En cuanto a las principales actividades económicas, el sector primario continuó con su comportamiento contractivo, con la particularidad de que la actividad pecuaria presentó una menor contracción en los últimos dos meses. Es importante señalar el efecto negativo que el comportamiento bienal del café ha tenido este año. En el año se estima que las actividades primarias tendrán un comportamiento muy similar al del año pasado. Las actividades de la industria manufacturera y la construcción también continuaron cayendo, esperándose una mayor contracción de la última para la segunda mitad del año, mientras la industria manufacturera podría presentar una leve recuperación. Finalmente, consistente con la contracción en la demanda interna y del volumen de importaciones, los márgenes de comercialización y distribución se han visto afectados negativamente.

En materia de inflación, ésta ha caído en términos interanuales desde 24 por ciento en agosto de 2008 a 0.1 por ciento en julio de 2009. Esta tendencia decreciente en el ritmo de aumento del índice de precios al consumidor ha sido explicado fundamentalmente por factores externos, aunque las menores presiones de demanda también han contribuido a dicha baja. Dentro de los factores externos, la caída en el precio de alimentos ha tenido el impacto más significativo, mientras las menores presiones de demanda y efectos de segunda vuelta de los precios externos se reflejan en el descenso de la inflación subyacente. La proyección central de la inflación se encuentra en 2.6 por ciento con presiones hacia la baja. La corrección hacia la baja se explica por una contracción más acentuada de la demanda agregada que más que supera el repunte en el precio del petróleo.

Consistente con la menor actividad económica, el ritmo de afiliación al INSS continuó una tendencia decreciente, especialmente en las actividades de manufactura y construcción. En términos salariales, el salario nominal aumentó en todas las actividades durante el segundo trimestre, en parte debido al ajuste en el salario mínimo realizado en el mes de mayo. Consecuente con el aumento nominal del salario y el menor ritmo de crecimiento de los precios, el salario real aumentó. No obstante, el aumento presentado en

el salario real, éste se encuentra en niveles cercanos a 2007.

Durante el segundo trimestre el sistema financiero se financió principalmente de un aumento en los depósitos y la recuperación neta de créditos, principalmente en las actividades agrícola, comercial y tarjeta de créditos. En sentido contrario, los bancos incrementaron sus disponibilidades e inversiones, y disminuyeron otros pasivos. Esta reacción ha sido una constante en el actuar de la banca en el transcurso de la crisis: aumentar su liquidez contrayendo sus activos de riesgo. A la fecha, la exposición de la banca a las restricciones crediticias no se ha reflejado en problemas de liquidez, ya que más bien permanecen con niveles altos de ésta, reflejados en excesos de encaje de 5.4 y 3.2 por ciento en moneda nacional y extranjera, respectivamente. Asimismo, el margen financiero aumentó derivado de la situación favorable de liquidez que ha permitido reducir la tasa pasiva más allá que la activa.

En materia de política monetaria, el Banco Central continuó orientando sus instrumentos a evitar fluctuaciones bruscas en el nivel y volatilidad de las reservas internacionales. Al mes de junio, las reservas brutas alcanzaron 1,142.8 millones de dólares, que equivalían a 2.5 veces la base monetaria y 3.1 meses de importación, niveles que se consideran confortables para el régimen cambiario prevaleciente, el que continuó siguiendo la regla de deslizamiento de 5 por ciento anual.

Finalmente, cabe señalar que la recuperación en el saldo de reservas internacionales, con relación al primer trimestre, descansó en la colocación neta de operaciones de mercado abierto. El mayor endeudamiento del Banco Central se realizó con el fin de compensar temporalmente los menores traslados del Gobierno Central, con relación a lo programado, y evitar fluctuaciones bruscas de liquidez de la banca. Durante el segundo semestre se espera revertir la política de colocación neta de títulos a través de operaciones de mercado abierto una vez que el Gobierno obtenga los recursos provenientes de las colocaciones de sus títulos y reciba los desembolsos de los préstamos de libre disponibilidad.

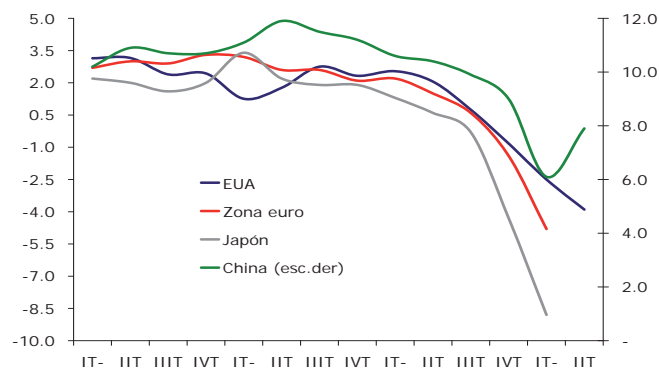
## Sección I

## Contexto internacional

Durante el segundo trimestre se presentaron señales mixtas en cuanto a la evolución de la economía mundial. Por un lado, los precios de las acciones y los índices industriales tuvieron un leve repunte, algunas economías presentaron un menor ritmo de caída y se recuperaron los precios de ciertos bienes primarios. Sin embargo, las tasas de desempleo continuaron aumentando y la actividad económica continúa estancada.

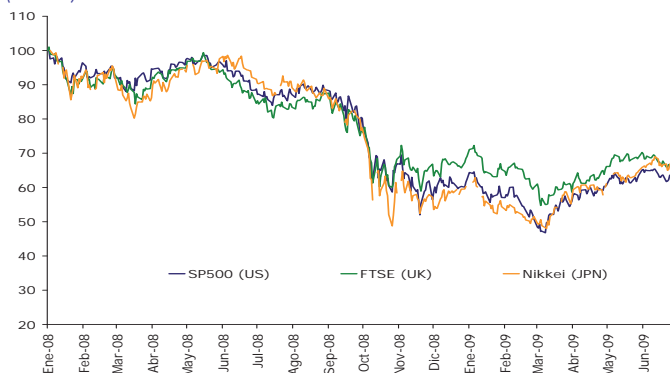
La economía estadounidense registró una tasa de crecimiento interanual de -1.0 por ciento en términos reales en el segundo trimestre (respecto al trimestre anterior). Sin embargo, la caída fue menor con respecto al primer trimestre (-6.4%) según la Oficina de Análisis Económico (BEA por sus siglas en inglés).

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



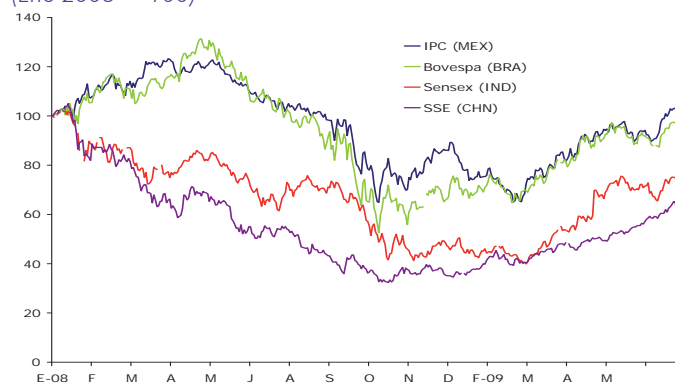
Fuente: Bancos centrales

Gráfico I-2  
Bolsa de valores  
(índice)



Fuente: Bolsas de valores respectivas

Gráfico I-3  
Índices accionarios de mercados emergentes  
(Ene 2008 = 100)

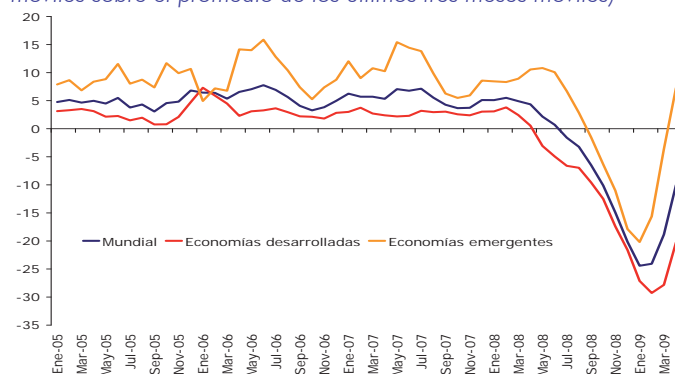


Fuente: Bolsas de valores respectivas

Por su parte, la economía china mostró una recuperación en el segundo trimestre al pasar de 6.1 por ciento a 7.9 por ciento, atribuida en parte a los paquetes económicos aplicados para estimular la economía. Sin embargo, aún es muy pronto para determinar si China tiene una recuperación sostenida o no. El FMI, en la actualización de sus perspectivas económicas del mes de julio, proyectó un crecimiento de 7.5 por ciento para 2009 (6.5% en abril).

Los índices de producción industrial de las economías desarrolladas y emergentes mostraron una tendencia hacia su recuperación pero el desempleo sigue siendo preocupante.

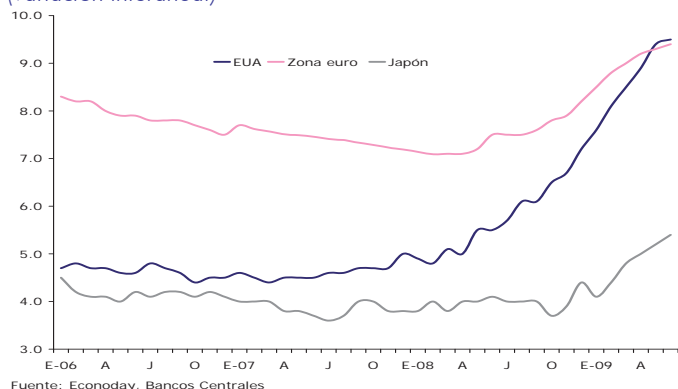
Gráfico I-4  
Producción industrial  
(cambio en el porcentaje anualizado del promedio de 3 meses móviles sobre el promedio de los últimos tres meses móviles)



Fuente: FMI (WEO Actualización de Julio)

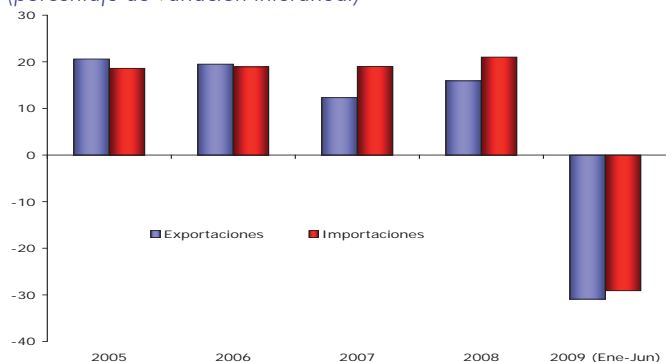
En Estados Unidos, el nivel de desempleo alcanzó su nivel más alto en los últimos 20 años, al registrar una tasa de desempleo de 9.5 por ciento en el mes de junio, equivalente a 14.7 millones de personas desempleadas. En la zona euro, el desempleo alcanzó en el mes de julio su nivel más alto (9.5%) de los últimos 10 años, siendo en España donde se presentó la tasa más alta de desempleo (18.5% en julio). El FMI, en su revista publicada el 5 de septiembre (IMF magazine survey), menciona que aunque la economía mundial inicie su recuperación en el segundo semestre de 2009, las tasas de desempleo a nivel mundial podrían seguir aumentando el próximo año debido a que el desempleo normalmente responde con rezagos a la actividad económica.

**Gráfico I-5**  
Tasa de desempleo  
(variación interanual)



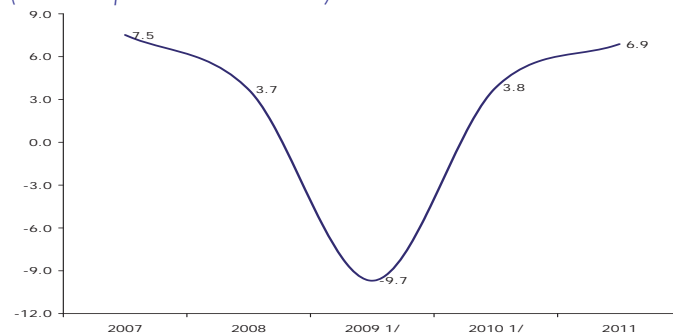
En el caso de América Latina, los flujos de remesas se han reducido notablemente, debido al alto desempleo de la población hispana en Estados Unidos, donde dicha tasa alcanzó 12 por ciento en junio 2009. Otro canal importante de transmisión de la crisis hacia América Latina ha sido a través de la disminución del valor de las exportaciones.

**Gráfico I-6**  
Exportaciones e importaciones para América Latina  
(porcentaje de variación interanual)



Fuente: CEPAL

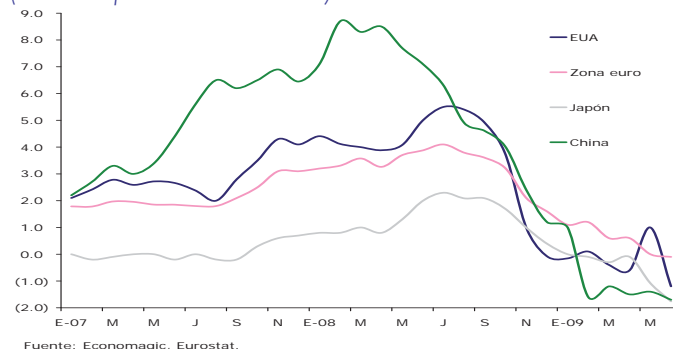
**Gráfico I-7**  
Volumen de comercio mundial  
(variación porcentual interanual)



Fuente: Banco Mundial

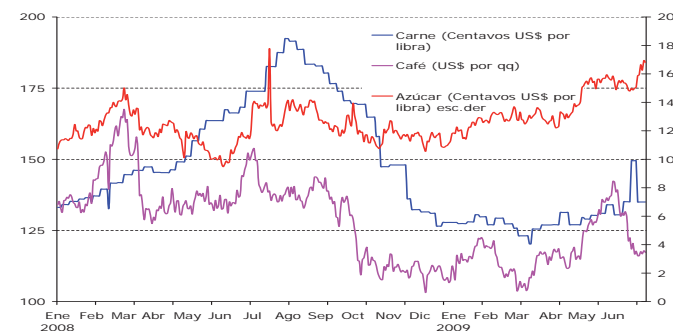
En el caso de la inflación, la mayoría de los países desarrollados están enfrentando tasas de inflación negativas. Sin embargo, se ha dado un repunte de los precios de materias primas en parte por una depreciación del dólar estadounidense y expectativas positivas en términos del desempeño futuro de la actividad económica.

**Gráfico I-8**  
Inflación interanual  
(variación porcentual interanual)



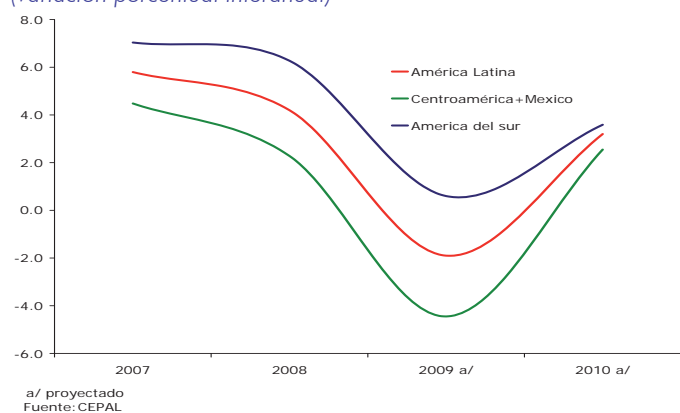
Fuente: Economagic, Eurostat.

**Gráfico I-9**  
Precio diario: Carne, café, azúcar



Fuente: Foodservices.

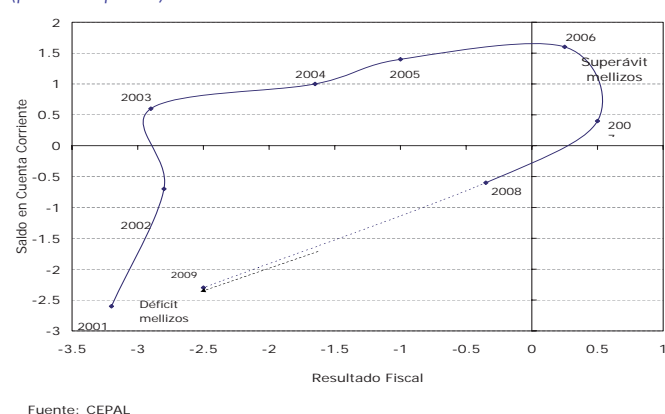
Gráfico I-10  
Crecimiento económico  
(variación porcentual interanual)



Según la CEPAL, en su documento “Estudio económico de América Latina y el Caribe 2008-2009”, las remesas disminuyeron entre 5 y 10 por ciento entre el cuarto trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009. Por su parte, el turismo, durante los primeros cuatro meses de 2009, disminuyó 1.1 por ciento en América del Sur, 3.5 en Centroamérica y 4.1 en el Caribe.

Después de varios años de crecimiento la región pudo disminuir su déficit fiscal y cuenta corriente lo que permitió acumular reservas para enfrentar la crisis; sin embargo, la CEPAL proyecta déficit mellizos para 2009, lo que pondría un obstáculo a la región para estimular a la economía.

Gráfico I-11  
América Latina y el Caribe: Evolución de la cuenta corriente y resultado fiscal (porcentaje PIB)



En Centroamérica, según la Secretaría del Consejo Monetario Regional (SEMCA), la inflación ha logrado disminuir gracias a la caída interanual de los precios de los hidrocarburos, la prudencia en el manejo de la

política monetaria, contracción en la demanda interna y en menor medida a la baja en la inflación en los países socios comerciales. Por otra parte, la tasa de variación interanual a marzo 2009 del Indicador Mensual de Actividad Económica de la región (IMAER) ha sufrido una contracción importante (-1.5%), respecto de la situación de marzo 2008, cuando mostró un crecimiento de 2.8 por ciento, y se prevé que la tendencia negativa continúe en el resto del año. Entre los canales de transmisión de la crisis hacia la región destacan las remesas, las exportaciones, el turismo y la inversión extranjera directa.

## Perspectivas de crecimiento económico

A pesar de que se han presentado señales de un menor ritmo de propagación de la crisis, aún no se puede afirmar que la economía mundial entró ya a un período de recuperación. Por un lado preocupa el alto desempleo que afectaría el ingreso disponible de las familias y la inflación negativa que podrían incrementar el costo laboral y postergar el consumo. Además, existen dudas sobre el efecto multiplicador de las enormes inyecciones de liquidez que se han dado a nivel mundial. Debido a lo anterior no se puede afirmar que la recesión mundial ya tocó fondo, sino más bien, aún persiste mucha incertidumbre en términos de la duración y velocidad de recuperación.

Según la estimación del FMI, en su actualización de perspectivas económicas de julio, la economía mundial en 2009 se contraerá en 1.4 por ciento y presentará una recuperación de 2.5 por ciento en 2010. Esta última fue superior en 0.6 por ciento a la proyección de abril.

Tabla I-1  
Perspectivas de la economía mundial

	2007		Proyecciones		diferencia con las proyecciones de abril	
	2007	2008	2009	2010	2009	2010
<b>Producción Mundial</b>	5.1	3.1	(1.4)	2.5	(0.1)	0.6
<b>Economías avanzadas</b>	2.7	0.8	(3.8)	0.6	0.0	0.6
Estados Unidos	2.0	1.1	(2.6)	0.8	0.2	0.8
Japón	2.3	(0.7)	(6.0)	1.7	0.2	1.2
Zona euro	2.7	0.8	(4.8)	(0.3)	(0.6)	0.1
<b>Economías de mercados emergentes y en desar.</b>	8.3	6.0	1.5	4.7	(0.1)	0.7
América	5.7	4.2	(2.6)	2.3	(1.1)	0.7
Brasil	5.7	5.1	(1.3)	2.5	0.0	0.3
México	3.3	1.3	(7.3)	3.0	(3.6)	2.0
Países en desarrollo de Asia	10.6	7.6	5.5	7.0	0.7	0.9
China	13.0	9.0	7.5	8.5	1.0	1.0
India	9.4	7.3	5.4	6.5	0.9	0.9

Fuente: Outlook julio 2009, FMI.

Por su parte, la CEPAL prevé que los flujos de remesas se reducirán entre un 5 y 10 por ciento para 2009. Asimismo, el Banco Mundial estimó una reducción en los estos flujos hacia Latinoamérica de 7 por ciento para 2009.

La CEPAL indicó que la actividad económica de la región caerá este año en 1.9 por ciento, elevando el desempleo hasta 9 por ciento (7.4% en 2008). Sin embargo, el panorama para 2010 es mejor, ya que proyecta un crecimiento de 3.1 por ciento. Esta misma tendencia es reflejada por las proyecciones del FMI, pero en diferentes proporciones.

Asimismo, la CEPAL espera que los flujos de inversión directa caerán 40 por ciento y que las remesas lo harán entre 5 y 10 por ciento. Por otra parte, los términos de intercambio podrían caer en alrededor de 10 por ciento. Todo lo anterior, podría afectar al déficit en cuenta corriente de Latinoamérica, mismo que podría llegar a 2.3 por ciento del PIB.

## Reacciones ante la crisis

Una reacción que ha generado la crisis es el resurgimiento del debate sobre el rol que las instituciones encargadas de políticas deben jugar ante mucha incertidumbre económica, por ejemplo: manejo de metas de inflación, políticas activistas para estimular la economía, y vigilancia del sistema financiero para evitar burbujas.

Otra reacción ha sido el deseo de abandonar al dólar como principal divisa en las transacciones internacionales. Brasil y China manifiestan su interés de reemplazar al dólar como moneda de reserva y transacción comercial entre ambos países. Por su parte, con el objetivo de reducir los efectos adversos de las fluctuaciones económicas internacionales, la alta dependencia del dólar en las transacciones comerciales y la volatilidad de esta moneda en los mercados internacionales, Honduras, Venezuela, Cuba, Ecuador, Nicaragua y Bolivia pondrán en marcha el Sistema Unitario de Compensación Regional (SUCRE) en 2010.

## Sección II

## Actividad económica

El agravamiento de la crisis internacional ha impactado a la economía nicaragüense más allá de lo previsto a inicios de año, al tiempo que ha incidido sustancialmente en la reducción significativa de la inflación. Esto se ha manifestado en una mayor contracción de los componentes de la absorción y de las exportaciones durante el segundo trimestre, así como en una inflación acumulada a julio de -0.47 por ciento.

Lo anterior ha conllevado a una revisión hacia la baja de la proyección del crecimiento de la actividad económica e inflación. Así, la nueva proyección para el comportamiento de la actividad económica es de una caída de 1 por ciento en el escenario base (0 y 0.5% en el boletín del primer trimestre), con riesgos hacia la baja y una alta incertidumbre, principalmente proveniente del desempeño de la actividad externa e inversión privada.

Por el lado de la demanda agregada, todos los componentes del PIB tienden a disminuir y los distintos escenarios evidencian una alta incertidumbre, especialmente en lo referente a la formación bruta de capital fijo. Por su parte, las actividades económicas presentan también un deterioro en el segundo trimestre, con excepción de algunas del sector primario y ramas de la manufactura.

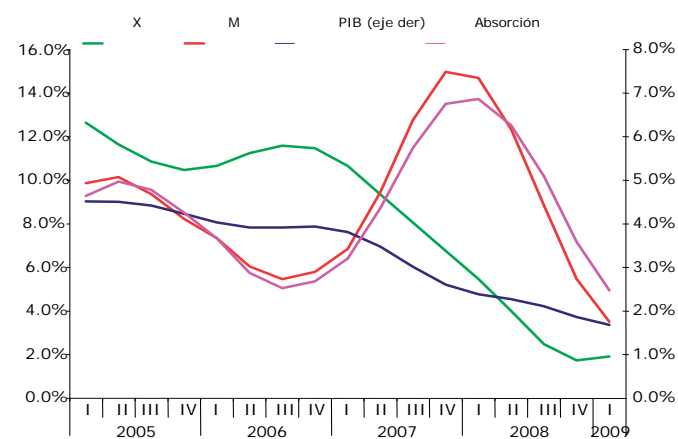
En cuanto a la inflación, la nueva proyección central es de 2.6 por ciento en el escenario base (5-7% en el boletín del primer trimestre). Nuevamente, el balance de riesgos es sesgado hacia la baja, con una alta probabilidad de observar inflaciones cercanas a 0 por ciento. Esta incertidumbre se asocia a los riesgos de una mayor caída en la demanda agregada.

### Demanda agregada

A fin de contar con una visión más estructural de la actividad económica, se eliminaron los componentes estacionales e irregulares de la serie del PIB trimestral (PIBT) con cierre al primer trimestre. Así, la serie tendencia-ciclo del PIBT muestra una continua

tendencia hacia la baja iniciada a mediados de 2005 y acentuada a partir de 2007, a raíz del inicio de la crisis inmobiliaria en los Estados Unidos. Ésta ha afectado a la economía nicaragüense mediante una fuerte desaceleración de la absorción o gasto interno (consumo total, formación bruta de capital físico incluyendo variación de existencias) y un menor dinamismo de las exportaciones.

Gráfico II-1  
Producto interno bruto trimestral por componentes de demanda  
(variación interanual)



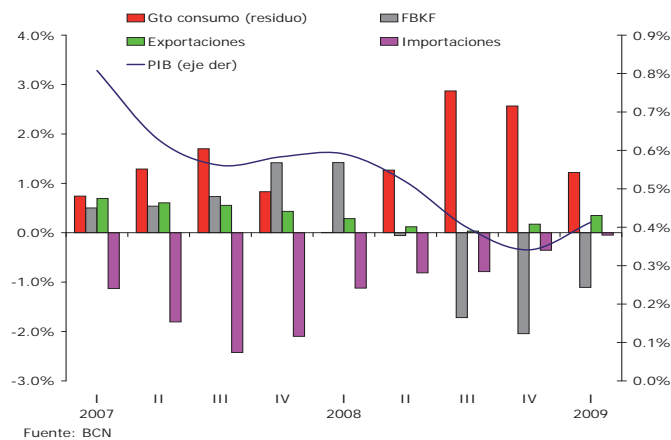
Fuente: BCN

El gráfico anterior muestra que la actividad económica ha perdido mayor impulso desde el cuarto trimestre de 2006 y va en línea con la desaceleración de las exportaciones. Por su parte, la absorción comenzó a reaccionar con rezagos, presentando una relación estrecha con el ritmo decreciente de las remesas y el crédito, así como con retrasos en la ejecución de la inversión pública. En forma paralela, dada la alta participación de bienes importados en el gasto interno, las importaciones comenzaron a frenar su ritmo de crecimiento.

La serie de tendencia-ciclo presentó durante el primer trimestre 2009 una mejora con relación al cuarto trimestre del año anterior, producto de una recuperación de las exportaciones y una menor contracción de la

formación bruta de capital fijo (para mayores detalles del primer trimestre ver informe del PIBT en la página [www.bcn.gob.ni](http://www.bcn.gob.ni)).

**Gráfico II-2**  
Producto interno bruto trimestral por componentes de demanda  
(variación intertrimestral)



A partir de información al mes de abril y mayo se elaboraron un conjunto de proyecciones, que sugieren que la actividad económica aceleró levemente su caída durante el segundo trimestre, en comparación al primer cuarto del año. Por el lado de la demanda, la menor actividad económica provendría de menores exportaciones, consumo y FBKF del sector público. En cuanto a la FBKF del sector privado, las proyecciones sugieren una menor caída; no obstante, indicadores indirectos sugieren una caída más pronunciada. Consecuente con la desaceleración económica, las importaciones siguen con su tendencia decreciente.

Efectivamente, la tendencia de los principales indicadores y variables explicativas de la absorción concuerdan con la dirección de los pronósticos. Así, el crédito y las remesas, que han explicado la dinámica del consumo privado, muestran claras señales de caída. Las remesas acumularon 5 trimestres consecutivos de presentar tasas decrecientes. En promedio, durante el segundo trimestre la caída fue de 7.8 por ciento (-0.79% en el primer trimestre). Por su parte, el crédito al consumo, al segundo trimestre, presentó una caída interanual promedio de 11.8 por ciento (-3.6% en el primer trimestre).

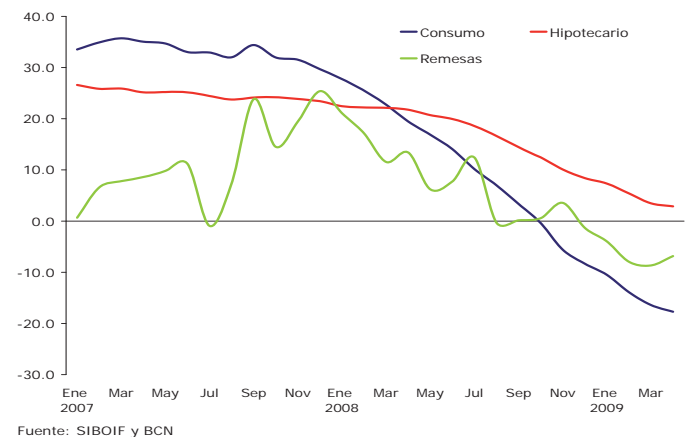
Para el segundo semestre se prevé una mayor contracción del consumo privado, relativo a la primera

mitad del año, debido principalmente a la menor actividad económica y la caída continua en los flujos de remesas internacionales y crédito, aunque para estos dos últimos indicadores se espera un decrecimiento menor. Con ello, el estimado del consumo privado y variación de existencias en el escenario base es de un crecimiento cercano a cero por ciento con un balance de riesgo sesgado a la baja.

El consumo del sector público no financiero (SPNF) deflactado por el IPC, cayó 4.7 por ciento interanualmente para el período abril-mayo; sin embargo, creció 8.5 por ciento en enero-mayo. Esta tendencia decreciente ha sido originada en las medidas de ahorro implementadas desde inicios del año, así como por el menor gasto en combustible en ENEL debido al traslado de la operación de las plantas Hugo Chávez y Ché Guevara a ALBANISA.

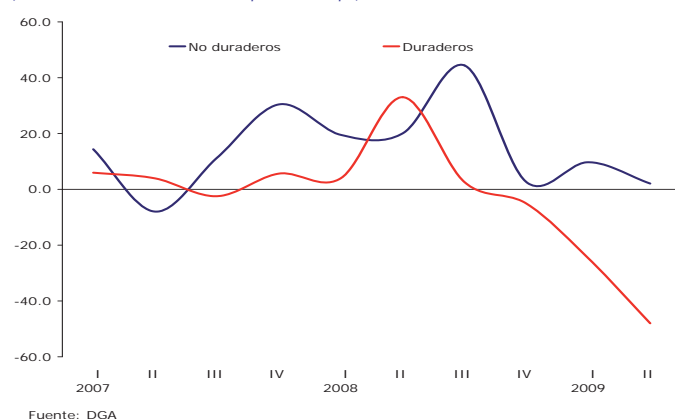
Para lo que resta del año, se espera que el consumo público continúe reduciéndose debido a las restricciones presupuestarias que han conllevado a un programa de ajuste del gasto.

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

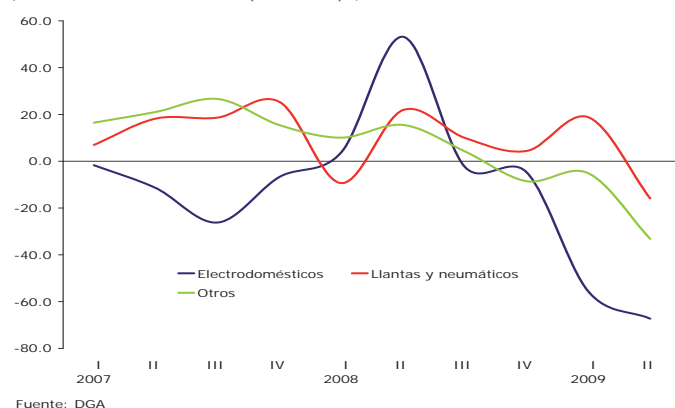


De las cifras de importaciones se deduce que el ajuste del consumo proviene de menor consumo en bienes duraderos, cuya caída interanual del segundo trimestre ascendió a 48 por ciento. La caída en las importaciones de bienes duraderos fue generalizada, siendo la más pronunciada la referida a importaciones de electrodomésticos.

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



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

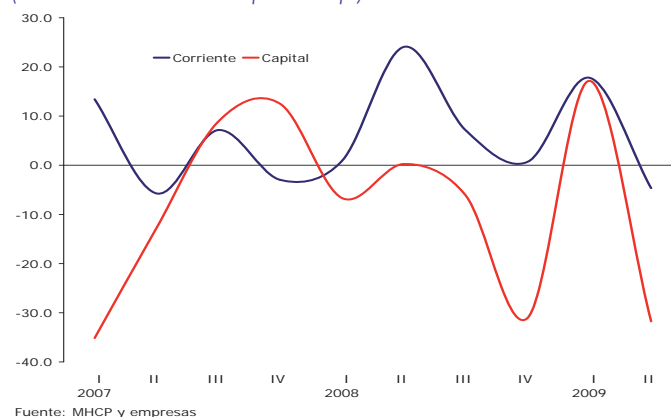


Al mes de mayo se observan caídas interanuales importantes tanto en el gasto de inversión pública como en algunos indicadores de construcción y adquisición de bienes de capital del sector privado. Adicionalmente, estimaciones de la balanza de pagos, indican que en el segundo trimestre, el monto de inversión extranjera directa se contrajo 31.4 por ciento (US\$40.7 millones) con relación a igual período del año pasado (en el primer trimestre la inversión extranjera creció interanualmente 14.8%). Las contracciones se presentaron en las actividades de manufactura industrial, telecomunicaciones, energía y minas; mientras comercio y servicios conexos recibieron mayores montos.

Durante abril y mayo, el gasto de capital del SPNF, deflactado por un índice de precios relevante, presentó una caída interanual de 32.1 por ciento (-6.2% en el acumulado del año). De acuerdo al informe de ejecución presupuestaria enero-junio publicado por el

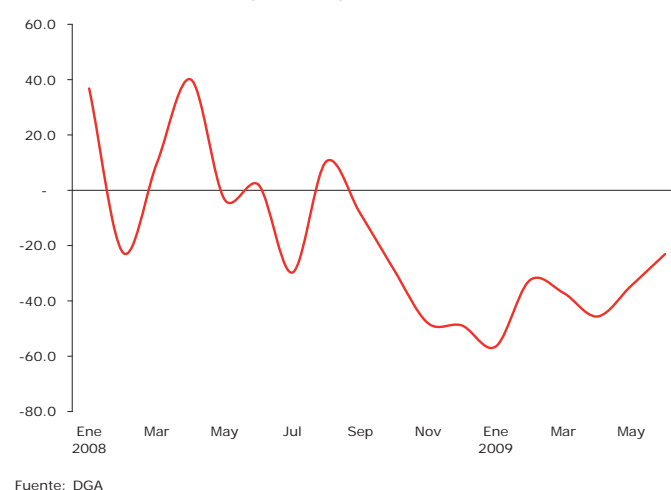
Ministerio de Hacienda, la menor ejecución en gasto de capital es producto de atrasos en licitaciones y menores desembolsos de recursos externos, principalmente. Por su parte, el financiamiento con recursos internos presenta un mayor dinamismo.

**Gráfico II-6**  
**Gasto corriente y de capital del SPNF deflactados**  
*(variación interanual en porcentaje)*

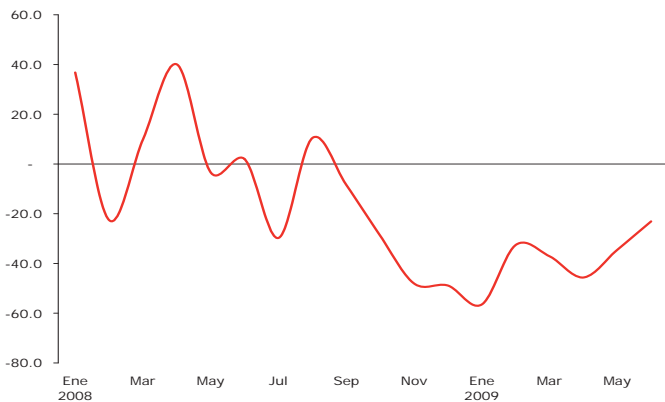


La menor actividad económica, las condiciones restrictivas del crédito y la incertidumbre, en términos de la profundidad y duración de la crisis internacional, ha conllevado a retrasos en las decisiones de inversión del sector privado, haciendo que la formación bruta de capital fijo continúe su tendencia hacia la baja en el segundo trimestre. Indicadores indirectos, tales como importaciones de bienes de capital y de metales utilizados en la construcción, así como la producción de cemento y bloque presentan una fuerte contracción, no obstante las importaciones de metales muestran una menor caída promedio en el segundo trimestre.

**Gráfico II-7**  
**Importaciones de metales utilizados en la construcción**  
*(variación interanual en porcentaje)*



**Gráfico II-8**  
Producción de bloques y cemento  
(variación interanual en porcentaje)

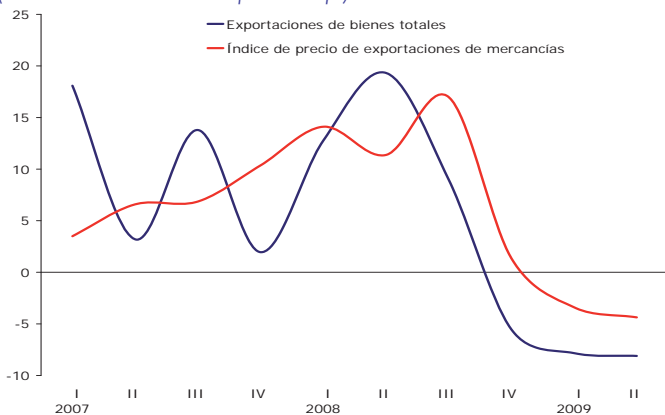


Fuente: DGA

El escenario base de proyección contempla que en lo que resta del año, la formación bruta de capital privado continuará su tendencia a la baja, impulsada por el declive en la actividad construcción. Por su parte, la FBKF pública, si bien se estima presente un crecimiento anual cercano a 4 por ciento, es significativamente menor al previsto a inicios de año (entre 15 y 20%). En el consolidado, se proyecta que la FBKF se reduzca entre 4 y 8 por ciento.

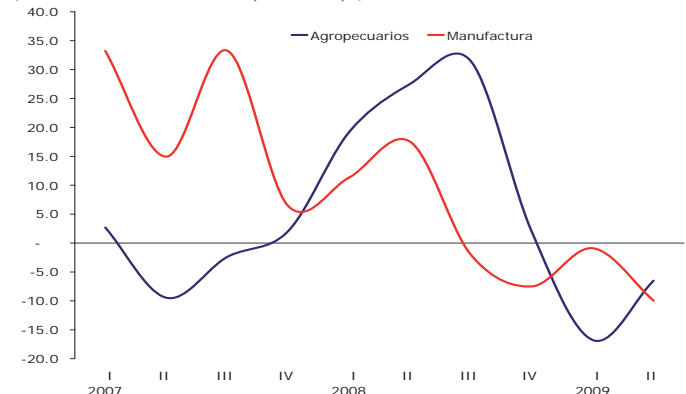
Las exportaciones de mercancías cayeron 8.1 por ciento en términos interanuales (-7.9% en el primer trimestre). Este comportamiento se asoció a una caída en la demanda mundial reflejada en menores volúmenes exportados de manufacturas y a la menor producción interanual de productos agropecuarios principalmente (aunque a ritmo desacelerado en relación al primer trimestre).

**Gráfico II-9**  
Exportaciones y precios de exportaciones de mercancías  
(variación interanual en porcentaje)



Fuente: BCN

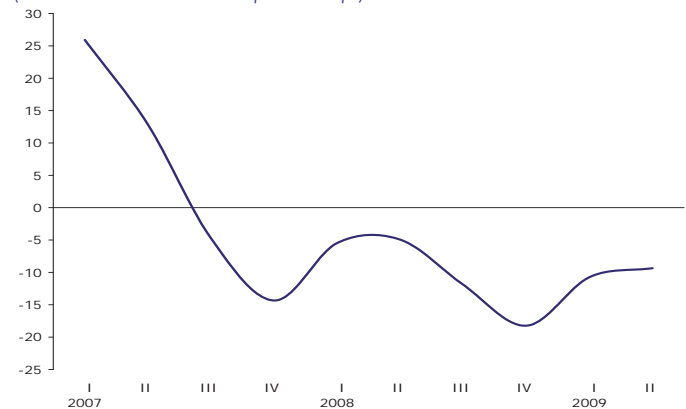
**Gráfico II-10**  
Exportaciones de manufacturas y productos agropecuarios1/  
(variación interanual en porcentaje)



1/ : Deflatores por IPX  
Fuente: BCN

Por su parte, durante el segundo trimestre, el valor de las exportaciones de zonas francas presentaron una caída interanual de 14.7 por ciento (-3.47% en el primer trimestre). Esto fue impulsado por la baja sustancial de las exportaciones de textiles, mismas que representan entre el 70 y 80 por ciento del total.

**Gráfico II-11**  
Exportaciones de textiles de zonas francas  
(variación interanual en porcentaje)



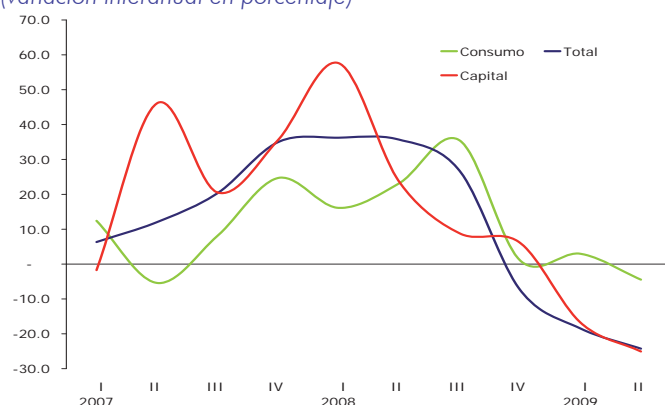
Fuente: DGA

El escenario base estima una menor caída de las exportaciones durante el segundo semestre, con relación al primero. Lo anterior se explicaría por una contracción de la economía mundial menos pronunciada que la observada en la primera mitad del año, de acuerdo al FMI, y la menor caída de los precios de nuestros productos de exportación. Con ello, la caída anual proyectada del volumen de exportaciones se encuentra entre 3 y 6 por ciento.

Finalmente, en consistencia con la menor absorción, las importaciones han disminuido tanto en sus componentes

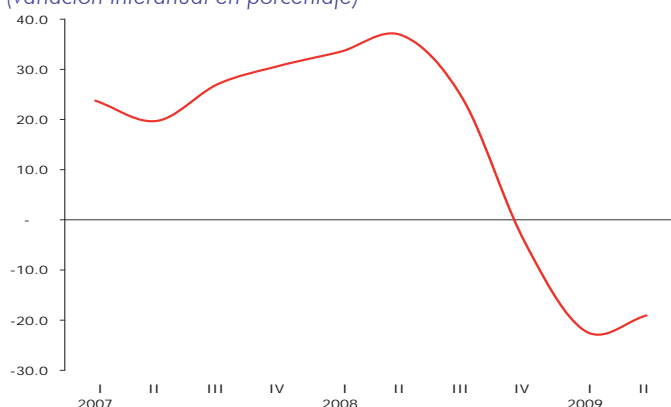
de consumo como en bienes de capital. Asimismo, en línea con una menor actividad económica, se han reducido considerablemente las importaciones de bienes intermedios para la producción. Vale destacar que la caída de las importaciones de bienes de capital e intermedios podría retrasar y/o comprometer el repunte de la actividad económica.

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



Fuente: DGA

**Gráfico II-13**  
Bienes importados de consumo intermedio  
(variación interanual en porcentaje)



Fuente: DGA

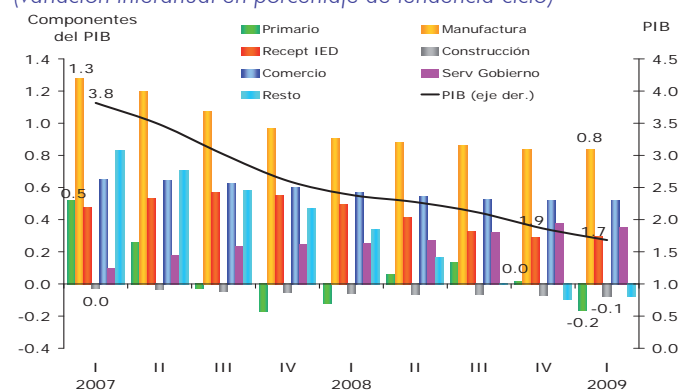
## Oferta agregada

Al igual que en el caso de demanda agregada, se eliminan los componentes estacionales e irregulares de las series trimestrales de actividad económica. Lo anterior se debe a la alta volatilidad de los crecimientos interanuales de las series originales, que se estima se debe a la no estacionariedad del componente estacional de las series. A través de la variación interanual de las series de tendencia-ciclo se obtiene información tanto de coyuntura como de tendencia, que no necesariamente coincide con el análisis de variación promedio anual que se presenta en el reporte del IMAE.

Como se observa en el gráfico 14, en los últimos años se han presentado desaceleraciones considerables en las actividades primarias y la industria manufacturera, así como contracciones en la actividad de construcción. En términos generales, los factores iniciales que posiblemente estuvieron detrás de este comportamiento negativo fueron choques de oferta, a saber, desabastecimiento eléctrico, factores climatológicos adversos, plagas, mayores precios de combustibles e insumos para productos alimenticios y el encarecimiento de materiales de construcción.

Posteriormente la contracción económica mundial se tornó el factor más relevante para explicar el comportamiento de la actividad económica. Por un lado, ha beneficiado a la economía nicaragüense mediante la reducción de los precios internacionales de bienes de consumo y de insumos para la producción, y en sentido contrario la ha afectado negativamente mediante un menor flujo de remesas, exportaciones y disponibilidad de financiamiento externo. Este entorno desfavorable ha hecho que la actividad económica continúe su proceso de desaceleración, el cual en cierta medida ha sido amortiguado por las medidas gubernamentales de política económica relacionadas con los programas de semilla certificada y el fin del desabastecimiento eléctrico, entre otras.

**Gráfico II-14**  
PIB por actividad económica  
(variación interanual en porcentaje de tendencia-ciclo)



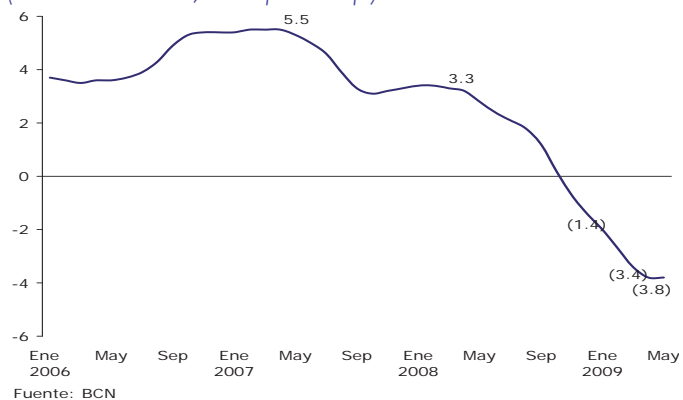
Fuente: BCN

Si siguiendo con esta tendencia, el primer trimestre de 2009 fue marcado por una contracción del valor agregado del sector primario, generada por pérdidas de áreas de siembra a raíz de factores climáticos adversos, plagas y enfermedades en las plantaciones de arroz, maíz, sorgo y frijol, que se presentaron a finales del año pasado. Cabe mencionar que esta contracción fue acompañada por el continuo descenso de la actividad de construcción y, por otro lado,

atenuada por el comportamiento relativamente estable de las actividades de comercio y manufacturas. Estas últimas, de acuerdo a algunos indicadores indirectos, gozó de mejoras en productividad y acceso a financiamiento.

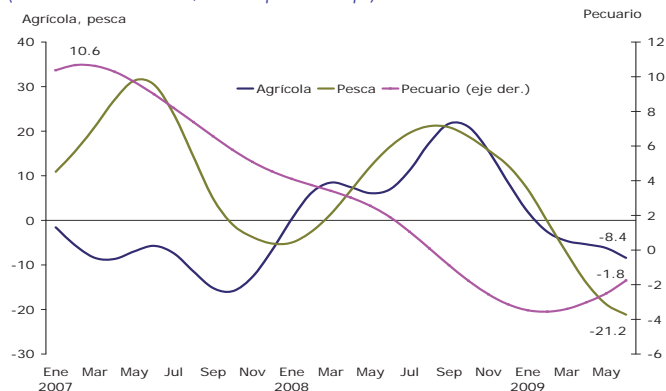
Para analizar la coyuntura del segundo trimestre se utilizó, entre otros indicadores, el IMAE, y para hacerlo consistente con el análisis anterior se utiliza también la tasa de variación interanual de la tendencia-ciclo. En el gráfico 15 se observa que el segundo trimestre de 2009 también estuvo caracterizado por una contracción continua de la actividad económica, la que se atribuye al entorno externo desfavorable, que ha afectado tanto la demanda externa como interna.

**Gráfico II-15**  
**IMA**  
 (tendencia- ciclo T1,12 en porcentaje)



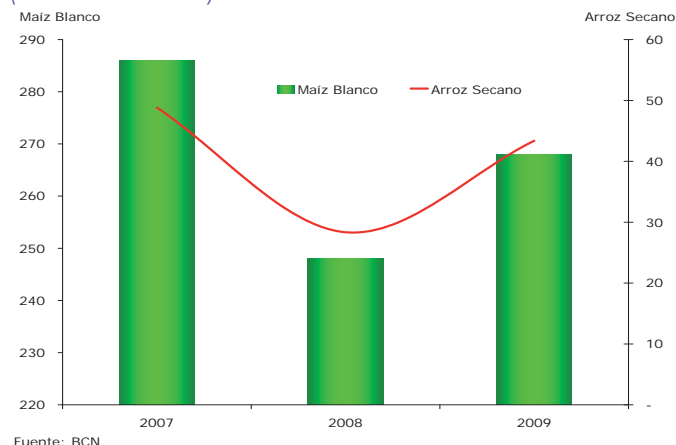
En el segundo trimestre de 2009, el sector primario siguió con su comportamiento contractivo (en términos interanuales), con la particularidad de que la actividad pecuaria presentó una menor tasa de contracción en los últimos dos meses.

**Gráfico II-16**  
**IMA** de actividades primarias  
 (tendencia- ciclo T1,12 en porcentaje)



En el resto del año, se espera que la evolución del sector primario sea afectada de forma mixta. Por un lado, se estima que el aumento interanual del área sembrada de maíz blanco y arroz seco en abril-junio 2009 (según datos de MAGFOR) podría dar un impulso a la producción de estos rubros en los próximos meses.

**Gráfico II-17**  
**Área sembrada en el II trimestre**  
 (miles de manzanas)

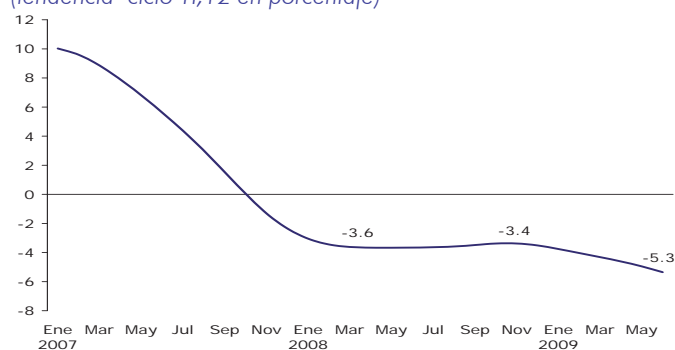


En dirección opuesta, se estima que debido a la desaceleración mundial, los precios internacionales de algunos productos (café, ganado en pie y camarón) se mantengan en niveles relativamente bajos y que no muestren recuperación. De igual manera, es importante resaltar la etapa baja del ciclo bienal del café, lo cual ha afectado y afectará negativamente el comportamiento de la producción de este producto.

La mayor área sembrada puede tener efectos amortiguadores sobre la contracción del sector primario, de manera tal que la actividad económica en dicho sector podría mostrar una recuperación en los próximos meses. La proyección del escenario base estima una contracción cercana a 0.1% en el valor agregado del sector primario durante 2009.

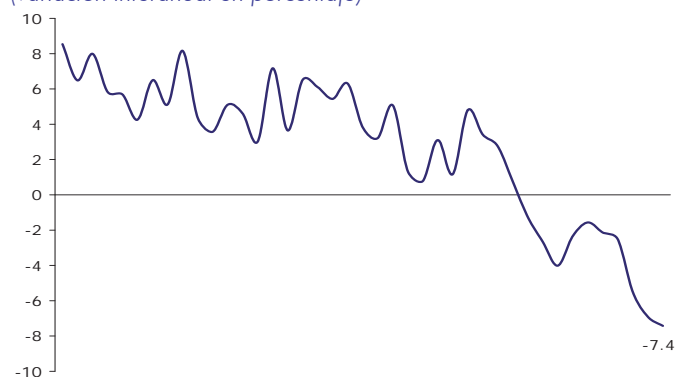
La industria manufacturera sigue cayendo en la mayoría de sus ramas, producto tanto de una caída de la demanda interna (por menor ingreso disponible) como de la externa (por menor demanda de productos como textiles), lo cual se acompaña de menores precios internacionales de los productos industriales de exportación.

**Gráfico II-18**  
 IMAE de actividades industriales  
 (tendencia- ciclo T1,12 en porcentaje)



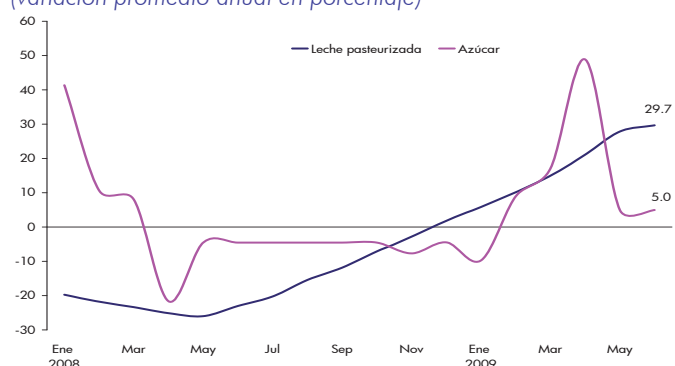
Nota: Obtenida con E-Views  
 Fuente: BCN

**Gráfico II-19**  
 Consumo de vestuario y calzado en EEUU  
 (variación interanual en porcentaje)



Sin embargo, dos aspectos positivos deben resaltarse. Por un lado, algunos productos como el azúcar y la leche pasteurizada han mostrado mejorías en los últimos meses. Adicionalmente, un indicador indirecto de rentabilidad del sector industrial, calculado como el cociente entre el índice de precios al productor industrial y el precio de insumos industriales, ha mejorado continuamente a lo largo de este año.

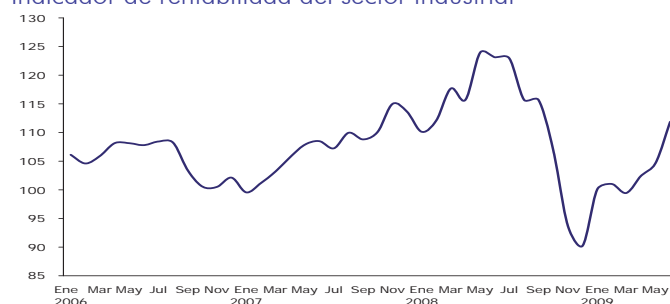
**Gráfico II-20**  
 Producción de leche y azúcar  
 (variación promedio anual en porcentaje)



Fuente: MAGFOR, BCN

Estos dos elementos sugieren que en los próximos meses, la situación de la actividad industrial podría mejorar, por lo que se estima una recuperación que se sitúe la tasa de contracción en el vecindario de 1.5 por ciento, no obstante, la tasa de contracción promedio anual de esta actividad, según el IMAE, se ha estabilizado entre 3.0 y 4.0 por ciento.

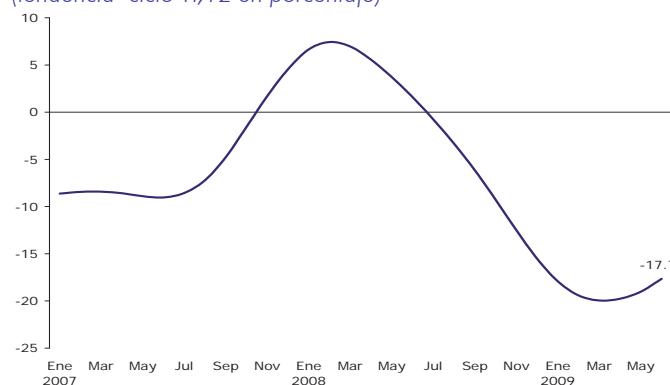
**Gráfico II-21**  
 Indicador de rentabilidad del sector industrial



Nota: Calculado como cociente de índice de Precios al Productos Industrial sobre índice de Precios de Insumos Industriales (año 2004=100)  
 Fuente: BCN

La actividad de construcción continuó con la tendencia hacia la baja, mostrando una tasa de crecimiento de -17.7 por ciento. La caída de la actividad de construcción, que viene de hace varios años, se ha profundizado debido la crisis mundial y su incidencia en la economía doméstica, de tal manera que las fuentes de financiamiento se han reducido y los agentes han decidido proceder con cautela.

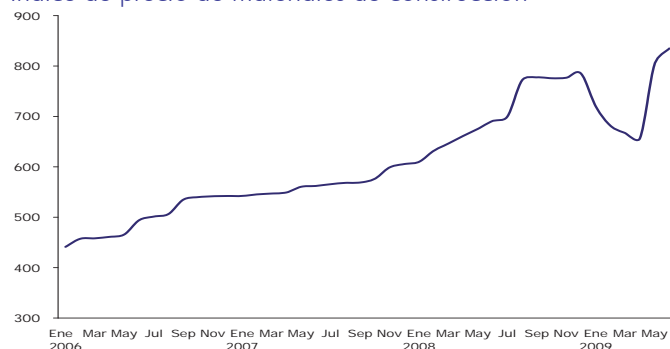
**Gráfico II-22**  
 IMAE de la construcción  
 (tendencia- ciclo T1,12 en porcentaje)



Nota: Obtenida con E-Views  
 Fuente: BCN

Otro factor que podría estar afectando negativamente a la actividad de construcción es la evolución reciente de los precios de los materiales de construcción, los cuales han mostrado, en los últimos meses, una tendencia creciente luego de una sensible reducción en el primer trimestre.

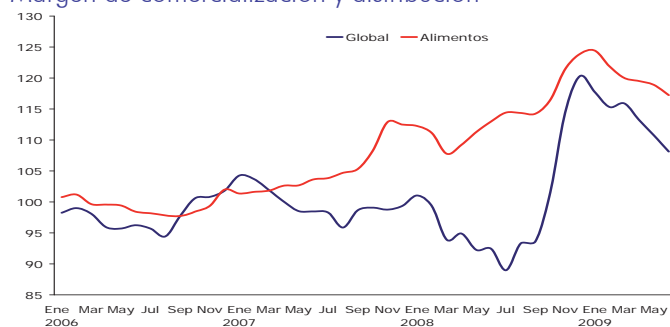
Gráfico II-23  
Índice de precio de materiales de construcción



A pesar de este contexto desfavorable, el cual ha afectado principalmente a la construcción privada, se espera una mejora en el grado de ejecución del Programa de Inversión Pública durante el segundo semestre. Así, el valor agregado de la construcción total se estima que se contraerá alrededor de 3.4% comparado con 2008.

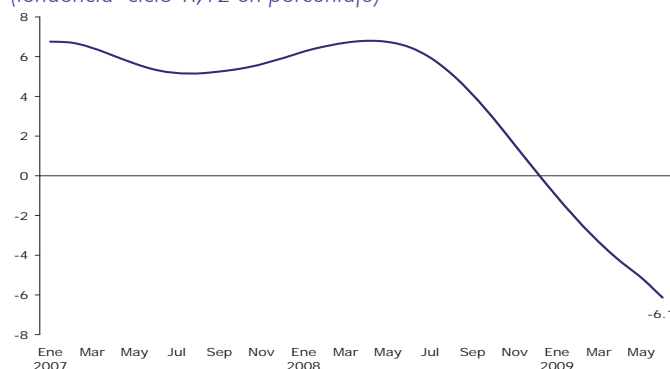
La contracción de la demanda interna y del volumen de importaciones de bienes durables, ha conllevado a una caída en los últimos meses de los ingresos del sector comercio (márgenes de comercialización y distribución).

Gráfico II-24  
Margen de comercialización y distribución



Nota: Calculado como cociente entre IPC de bienes sobre índice de Precios al productos de Bienes Industriales. (Año 2005=100)  
Fuente: BCN

Gráfico II-25  
IMAE de comercio  
(tendencia- ciclo TI, 12 en porcentaje)



Nota: Obtenida con E-Views  
Fuente: BCN

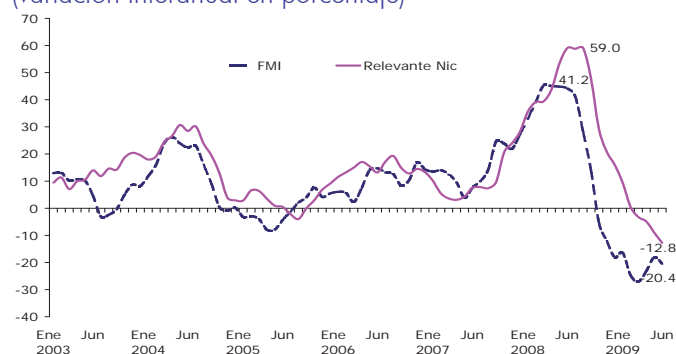
Sin embargo, las valoraciones positivas en materia de recuperación de la actividad industrial y construcción estarían apoyando una recuperación gradual del comercio en el segundo semestre. De esta manera, al final de 2009 el valor agregado sólo mostraría una contracción alrededor de 1.8% comparado con 2008.

## Inflación

El índice de precios al consumidor continuó el proceso desinflacionario iniciado a partir de agosto de 2008 cuando alcanzó un crecimiento interanual de 24 por ciento, para finalizar en 0.1 por ciento en julio 2009. Con ello, la inflación acumulada al mes de julio fue de -0.46 por ciento. La desinflación ha sido más pronunciada en lo que va del año y es explicada tanto por factores externos como internos (demanda total, oferta y expectativas), en ese orden de importancia, que más que compensaron las presiones derivadas del deslizamiento cambiario.

Dentro de los factores externos, la caída en el precio de alimentos ha sido el más significativo, lo cual más que compensó el aumento directo y de segunda vuelta en el precio de petróleo y sus derivados. Efectivamente, un índice de precios internacionales de alimentos que contiene a varios importantes rubros transables para Nicaragua presentó una caída de 6.7 en el primer semestre.

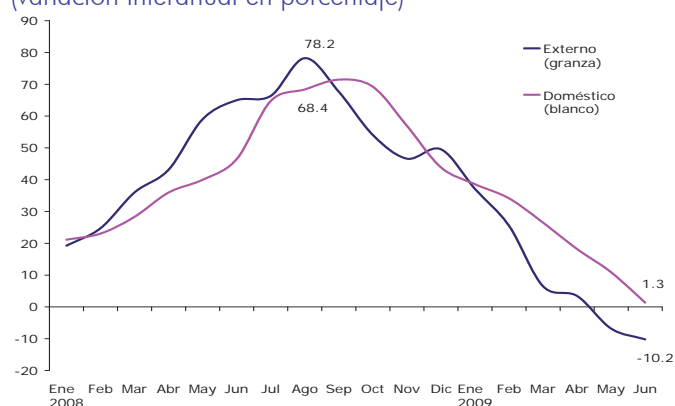
Gráfico II-26  
Índice de precios mundiales de alimentos  
(variación interanual en porcentaje)



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

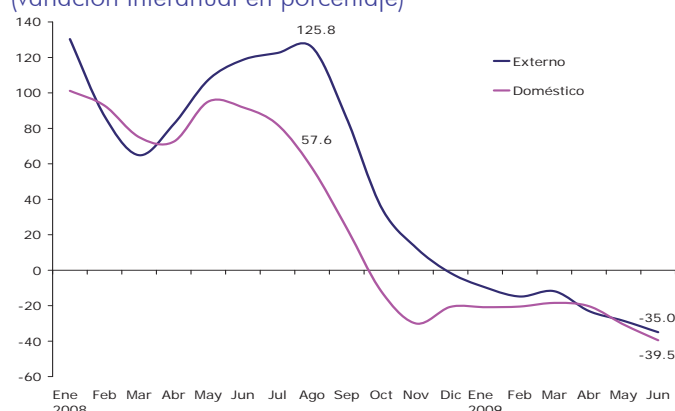
Dado el carácter de tomador de precios de la economía nicaragüense, la reducción en los precios externos se trasladó a los precios domésticos, como se muestra en los gráficos 27, 28 y 29.

Gráfico II-27  
Índice de precios de arroz  
(variación interanual en porcentaje)



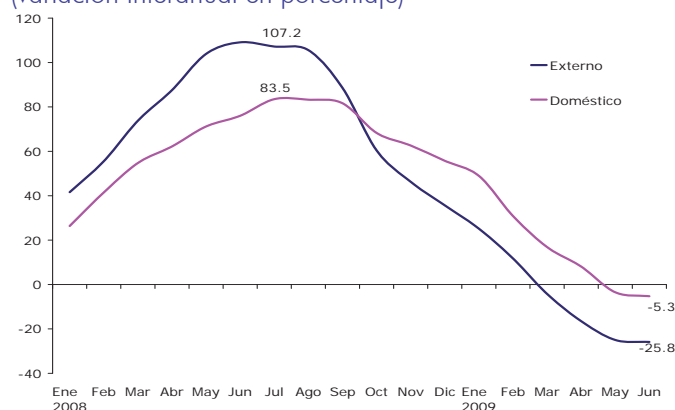
Fuente: USDA y BCN

Gráfico II-28  
Índice de precios de frijol  
(variación interanual en porcentaje)



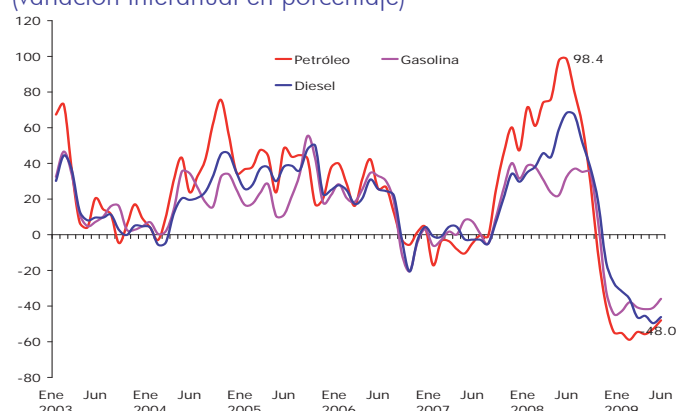
Fuente: BCN

Gráfico II-29  
Índice de precios de harina de trigo  
(variación interanual en porcentaje)



Fuente: BCN

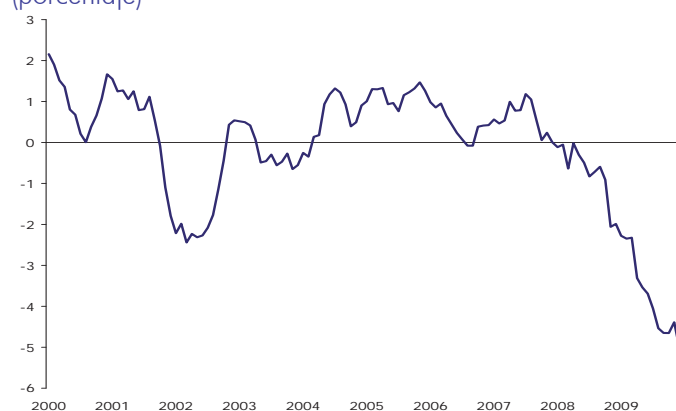
Gráfico II-30  
Precios de petróleo y derivados  
(variación interanual en porcentaje)



Fuente: EIA y Economagic

Por el lado de presiones de demanda total se observa una contracción de la brecha-producto, medida como la desviación del IMAE con su tendencia. Esta apertura de la brecha se acompaña por la desaceleración de las remesas y el crédito, que superaron el efecto del incremento en el salario real.

Gráfico II-31  
Brecha del producto  
(porcentaje)

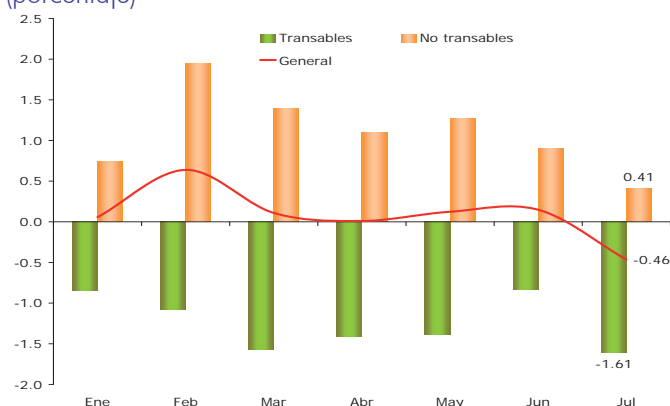


Fuente: BCN

La fuerte incidencia de los precios externos se evidencia en la contribución negativa de la inflación de productos transables, que al mes de julio aportaron -1.61 por ciento del acumulado, mientras la inflación no transable aportó 0.41 por ciento.

Por su parte, las menores presiones totales de demanda se reflejan en la desaceleración de la inflación de los no transables. Lo anterior es más evidente si tomamos en cuenta que el precio de los no transables (la mayoría servicios) presenta alta rigidez debido a la inflexibilidad a la baja de los salarios que tienen una alta participación en la estructura de costos de éstos.

Gráfico II-32  
Inflación general acumulada  
(porcentaje)

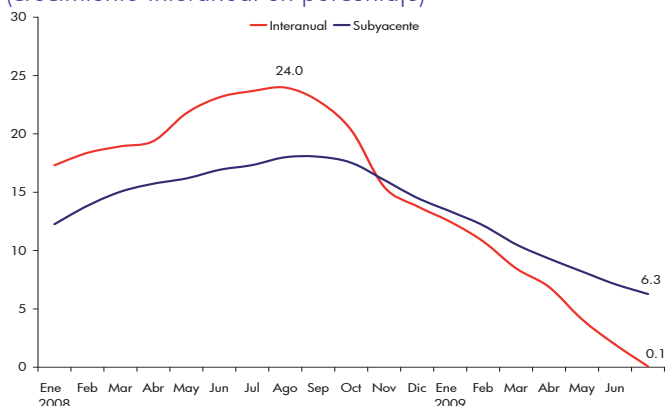


Fuente: BCN

La misma conclusión se obtiene al analizar la inflación subyacente. Ésta finalizó en 6.3 por ciento en el mes de julio, luego de alcanzar un máximo de 17.5 por ciento en octubre de 2008. Este descenso en la inflación subyacente puede atribuirse en gran medida a menores presiones de demanda (además de efectos de segunda vuelta en la caída promedio de los precios externos).

La inflación subyacente ha sido superior que la inflación general desde noviembre de 2008, por lo que se deduce que la inflación de aquellos bienes excluidos de la subyacente (bienes perecederos y derivados del combustible, principalmente) son los que explican la mayor parte de la caída en la inflación general. Nuevamente, el origen de la caída de los precios de los bienes excluidos de la subyacente tiene un origen externo, principalmente.

Gráfico II-33  
Inflación general y subyacente  
(crecimiento interanual en porcentaje)

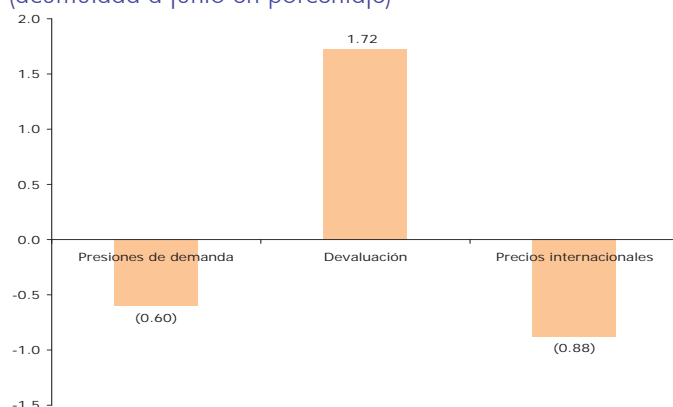


Fuente: BCN

Un ejercicio de descomposición de la inflación acumulada a junio sugiere que los menores precios

externos promedios aportaron -0.87 por ciento, -0.6 por ciento fueron aportados por presiones totales de demanda, mientras el deslizamiento aportó 1.72 por ciento. Lo anterior indica que el impacto proveniente esencialmente de presiones de oferta y de expectativas, presionaron los precios hacia la baja, aportando -0.10 por ciento.

Gráfico II-34  
Contribución marginal a la Inflación  
(acumulada a junio en porcentaje)



Fuente: BCN

Tomando en cuenta la información más reciente se realizaron diferentes escenarios de proyección de inflación para el resto del año. El escenario base sugiere una revisión a la baja de la proyección de inflación tanto para 2009 como para 2010 con respecto a los pronósticos realizados en el primer trimestre. Así, se estima una inflación de 2.6 por ciento para este año (5.1% en versión anterior), y entre 3 y 5 por ciento en 2010 (5.8% en febrero).

La proyección del escenario base considera los pronósticos individuales de diversos modelos de inflación, el pronóstico combinado de ellos y el juicio de expertos<sup>1</sup>.

La corrección a la baja del 2009 está explicada principalmente por una contracción más acentuada en la demanda agregada que la prevista anteriormente, que más que supera el reciente repunte en el precio del petróleo (US\$71 en agosto versus US\$43 y US\$59.5 en el primero y segundo trimestre, respectivamente). El comportamiento de los diversos componentes del gasto durante el primer semestre y de algunos indicadores

<sup>1</sup> Los principales modelos y enfoques de proyección utilizados fueron: modelo Autorregresivo Integrado de Media Móvil; modelo de Vectores Autorregresivos; modelo de Función de Transferencia; modelo No Lineal Autorregresivo de Transición Suave; modelo Estructural; proyección desagregada por capítulos del índice de precios; y proyección diferenciando el ipc por alimentos y resto.

de demanda como el crédito y las remesas, indica un deterioro más marcado en la actividad que el anticipado, por lo que se proyecta una caída más fuerte del PIB con respecto a su nivel de tendencia. Asimismo, se considera una corrección al alza en el precio del petróleo durante el segundo semestre, motivo por el cual se espera la inflación pase de una tasa interanual cercana a cero a 2.6 por ciento.

En la siguiente tabla se presentan los principales supuestos utilizados para la proyección base.

Tabla II-1  
Supuestos de la proyección de la inflación 2009

Concepto	2009
Tasa de devaluación (%)	5
Precio del petróleo (US\$)	60.51
Índice de precios de alimentos (var%)	(19.4)
Crédito total (var%)	0
Remesas (var%)	(5)
Salarios nominales INSS (var%)	10
Empleo (var%)	3
Inflación EE.UU. (var%)	0.9
Condiciones Climatológicas	Normales
Brecha de producto (%)	(3)

Fuente: Construcción propia

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

En el gráfico II-35 se presentan el balance de riesgos condensados en el diagrama de abanico (Fan Chart), y en las tablas 2 se muestran las probabilidades para diferentes intervalos de inflación de 2009. Como se observa en la tabla 2, la probabilidad de que la inflación esté entre 1 y 3 por ciento es de 71 por ciento en 2009, mientras que para 2010 se proyecta una inflación entre 3 y 5 por ciento. Por otra parte, la probabilidad de que la inflación supere el 5 por ciento es nula en 2009, dados los supuestos utilizados, mientras que en 2010 los sesgos se orientan al alza.

Gráfico II-35  
Distribución de probabilidades del pronóstico de inflación interanual de 2009 (porcentaje)

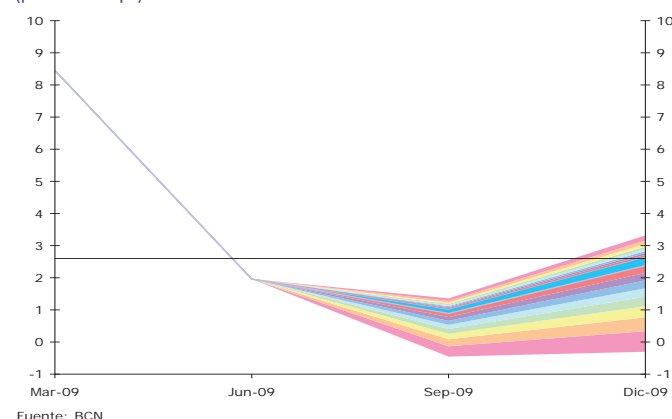


Tabla II-2  
Distribución de probabilidades del pronóstico de inflación interanual de 2009

Inflación	Probabilidad	Prob. Acumulada
Menor 0%	11%	11%
0%-1%	18%	29%
1%-2%	30%	59%
<b>2%-3%</b>	<b>34%</b>	<b>93%</b>
3%-4%	7%	100%
Mayor que 4%	0%	100%

Moda	<b>2.6</b>
Mediana	1.7
Media	1.5

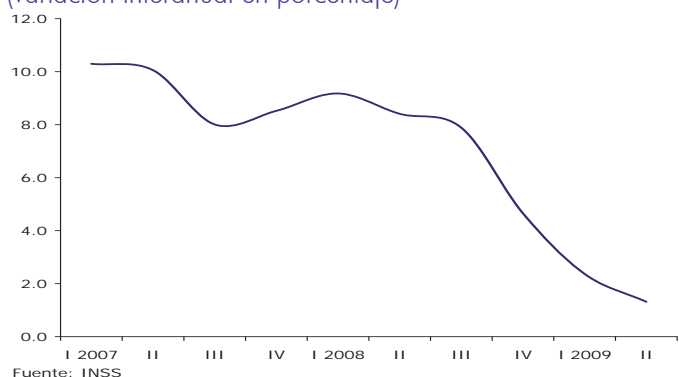
Nota: En 2007 y 2008 la serie ha sido truncada para mejorar visibilidad del diagrama de abanico.

Fuente: Construcción propia

## Empleo de los afiliados al INSS

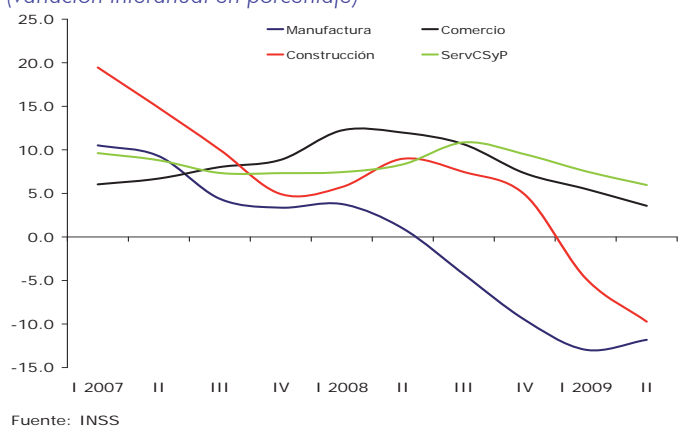
El crecimiento interanual del promedio trimestral de los afiliados del INSS continuó una tendencia decreciente en términos interanuales. En el segundo trimestre, la tasa de crecimiento de los afiliados llegó a 1.3 por ciento (9.2% en el primer trimestre de 2008). Las actividades de manufactura y construcción presentaron las mayores caídas (11.8 y 9.7%), mientras minas y canteras, así como electricidad, gas y agua, y agricultura presentaron tasas relativamente estables.

**Gráfico II-36**  
**Empleo del INSS**  
 (variación interanual en porcentaje)



Con relación al primer trimestre de 2009, la afiliación promedio del segundo trimestre aumentó en 2,161 personas, debido al aumento en 4,871 nuevas afiliaciones en servicios comunales, sociales y personales (de los cuales 3,038 correspondieron a servicios del sector privado). En sentido opuesto, el número promedio de afiliados en las actividades de manufacturera, agropecuaria y comercio, se redujeron en 1,716, 1,429 y 219 personas, respectivamente. Las menores afiliaciones en estas actividades tienen una correlación positiva con la pérdida de dinamismo de estas actividades, a como lo sugieren las tendencias-ciclos de ellas.

**Gráfico II-37**  
**Empleo sectorial del INSS**  
 (variación interanual en porcentaje)



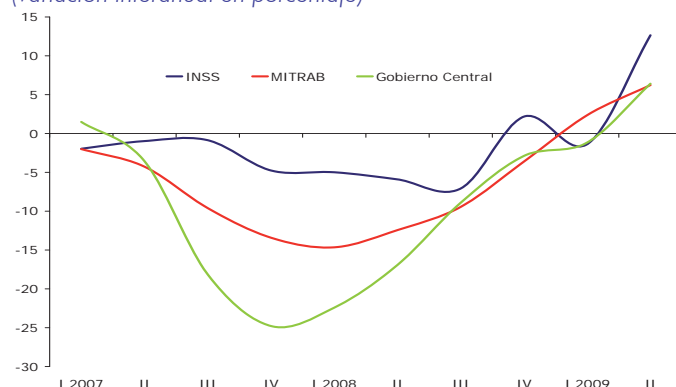
Con datos al mes de junio, en promedio, la nómina fiscal y la de zona franca se redujeron en 119 y 4,005

afiliados, respectivamente, durante el segundo trimestre; a pesar del repunte en la afiliación de estas actividades durante el mes de junio.

## Salarios

El salario nominal promedio aumentó en todas las actividades durante el segundo trimestre, en parte debido al ajuste en el salario mínimo realizado en el mes de mayo. Los aumentos en el salario mínimo variaron entre 8 y 13 por ciento. Lo anterior, aunado al proceso desinflacionario observado desde el tercer trimestre de 2008, conllevó a un aumento en el salario real, a como se muestra en el siguiente gráfico. Al final de la sección se encuentran cuadros con información más completa sobre salarios y empleo.

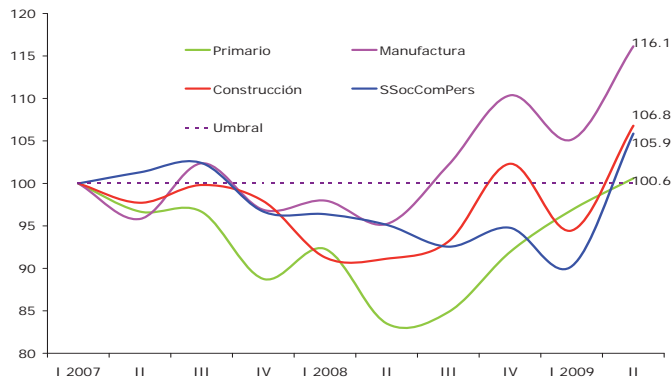
**Gráfico II-38**  
**Salario promedio real INSS, Nacional y Gobierno Central**  
 (variación interanual en porcentaje)



Nota : II trimestre del MITRAB corresponde al bimestre abril-mayo.  
 Fuente: INSS, MITRAB Y MHCP

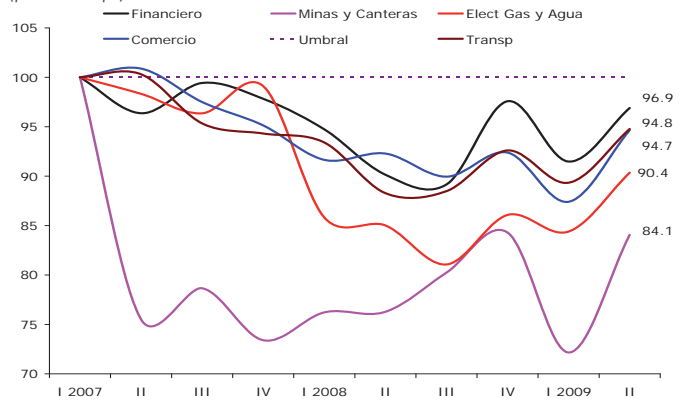
Si bien el salario real promedio ha mostrado una mejora significativa en relación al primer trimestre, éste en muchos sectores se encuentra aún por debajo del promedio del primer cuarto del año 2007. Por otra parte, los salarios reales que muestran mayor recuperación se presentan en las actividades que han presentado una marcada tendencia a reducir su ritmo de actividad económica. Debido a lo anterior habría que analizar cuidadosamente futuros ajustes salariales tomando en consideración elementos asociados a la productividad sectorial a fin de no encarecer relativamente aquellos sectores más afectados por la crisis.

Gráfico II-39  
Índice de salario real sectorial



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

Gráfico II-40  
Índice de salario real de sectores con rezagos (porcentaje)



Nota : I trimestre 2007=100  
Fuente: BCN

## Sección III

## Entorno monetario

## Manejo de política monetaria

El BCN mantuvo como objetivo fundamental la estabilidad de la moneda, lo que requiere garantizar la convertibilidad del córdoba al tipo de cambio preestablecido, según la política de deslizamiento de 5 por ciento anual. Para ello, la autoridad monetaria planteó la necesidad de conservar un nivel de reservas estable y que cubriera al menos 2 veces sus pasivos monetarios (Base Monetaria), tal y como se establece en el Programa Económico y Financiero del Gobierno de la República.

La consecución de este objetivo debía llevarse a cabo en un contexto de desaceleración en la actividad económica, exportaciones y remesas, que en términos acumulados siguieron siendo inferiores a las registradas durante el mismo período del año pasado. Lo anterior tiende a afectar negativamente la demanda por dinero y los recursos con que el sector público apoya el régimen cambiario, lo que a su vez presiona a la baja el nivel de reservas internacionales, haciendo necesario un papel más activo de las operaciones de mercado abierto.

No obstante la menor actividad económica, los depósitos presentaron un leve incremento durante el segundo trimestre. Una interpretación de este comportamiento es que los agentes económicos han reaccionado ajustando su consumo.

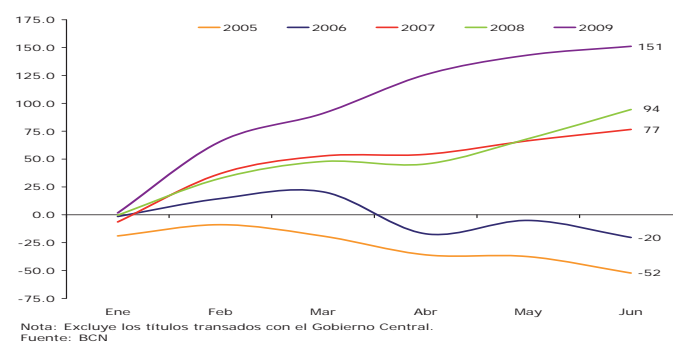
Por otra parte, ante el mayor riesgo crediticio (medido como porcentaje de la cartera en riesgo) producto de la desaceleración económica, la banca ha reaccionado con una continua contracción del crédito. La menor entrega de recursos junto con el aumento de los depósitos, le han permitido aumentar sus disponibilidades, reduciendo su exposición al riesgo crediticio y de iliquidez.

Gran parte del mayor aprovisionamiento de recursos líquidos se encuentra en excedentes de encaje en

el Banco Central, elemento que ha atenuado la contracción en la base monetaria y por ende la pérdida de reservas.

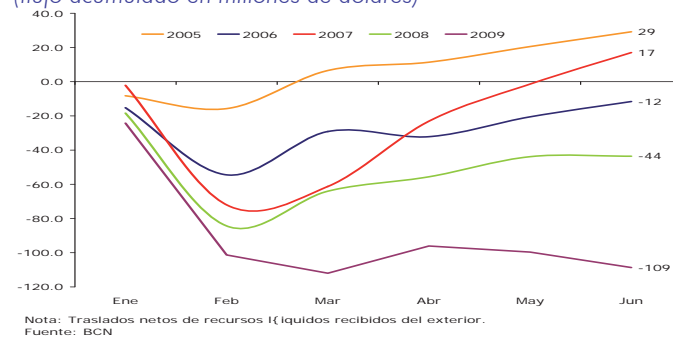
Esta mayor disponibilidad de recursos líquidos también ha permitido al BCN llevar a cabo una política de Operaciones de Mercado Abierto activa, con el propósito de compensar temporalmente los menores traslados del Gobierno Central.

Gráfico III-1  
Colocación neta de títulos del BCN  
(flujo acumulado en millones de dólares)



Se espera poder revertir esta política de endeudamiento de forma gradual en el segundo semestre, una vez que el Gobierno obtenga los recursos provenientes de las colocaciones de Bonos y Letras del Tesoro y reciba los desembolsos de los préstamos de libre disponibilidad. Estos recursos le permitirían al Gobierno cumplir con los traslados netos al BCN según lo establecido en el programa económico.

Gráfico III-2  
Traslado neto de recursos del Gobierno Central al BCN  
(flujo acumulado en millones de dólares)



La reducción de deuda constituye un elemento fundamental de la política monetaria durante el segundo semestre, en vista que permitirá con mayor facilidad el manejo de liquidez, sobre todo en la primera parte del 2010, donde se tendrá que neutralizar las expansiones de liquidez generadas por el pago de CBPI y la contracción estacional en la demanda por base monetaria.

## Panorama monetario

Durante el segundo trimestre el BCN aumentó el saldo de Reservas Internacionales Netas Ajustadas (RINA)<sup>1</sup> en 43 millones de dólares, con lo que el saldo ascendió a 692 millones. Con este movimiento la pérdida acumulada durante el primer semestre fue 17 millones (pérdida de US\$14 millones en el primer semestre de 2008).

Tabla III-1  
Panorama monetario del BCN  
(flujo en millones de dólares)

Concepto	Obseado		
	I Trim	II Trim	I Sem
1. Recursos del Gobierno Central	(73.7)	3.3	(70.4)
2. Pérdidas Cuasifiscales	(12.9)	(28.6)	(41.4)
3. Operaciones de Mercado Abierto (neto)	90.6	59.9	150.4
Del cual:			
Colocación de Letras	188.0	221.2	409.2
Redenciones de Letras	(96.8)	(159.9)	(256.8)
Redenciones de bonos bancarios	0.0	(1.2)	(1.2)
4. Amortizaciones de deuda externa del BCN	(4.2)	(3.7)	(8.0)
5. Sistema Financiero (Encaje, caja y otros)	(17.2)	25.2	8.0
Encaje	(16.1)	20.7	4.6
Caja	(2.8)	2.9	0.1
Otros	1.7	1.7	3.4
6. Numerario y Otros	(42.5)	(13.5)	(56.0)
Del cual:			
Numerario	(43.0)	(12.0)	(55.0)
<b>7. Flujo de RINA (1+2+3+4+5+6)</b>	<b>(59.9)</b>	<b>42.6</b>	<b>(17.3)</b>
<b>Memorandum</b>			
<b>Total recursos externos</b>	<b>38.3</b>	<b>0.0</b>	<b>38.3</b>
<b>Saldos</b>			
<b>Rina</b>	<b>649.7</b>	<b>692.2</b>	<b>692.2</b>
<b>Rin</b>	<b>970.2</b>	<b>1,030.9</b>	<b>1,030.9</b>
<b>Rib</b>	<b>1,078.0</b>	<b>1,142.8</b>	<b>1,142.8</b>
<b>Rib / BM</b>	<b>2.39</b>	<b>2.49</b>	<b>2.49</b>

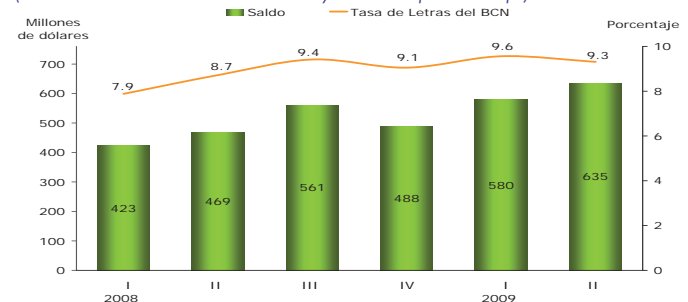
Fuente: BCN

Entre los principales factores que incidieron, desde la perspectiva monetaria, en el comportamiento de las reservas internacionales están:

1. Colocaciones netas vía Operaciones de Mercado Abierto (OMA). En este trimestre el Comité de Operaciones de Mercado Abierto adjudicó un total de 151 millones de dólares a valor facial, a una tasa promedio ponderada de 9.3 por ciento en subastas competitivas y 85 millones en subastas no competitivas. Estas operaciones conllevaron a una colocación neta de 59.9 millones de dólares a valor precio.

Este ritmo de colocaciones generó un mayor nivel de deuda interna por parte del BCN, el cual pasó de 580 millones de dólares en marzo a 635 millones a finales de junio de 2009.

Gráfico III-3  
Saldo de deuda interna del BCN  
(saldos en millones de dólares y tasa en porcentaje)

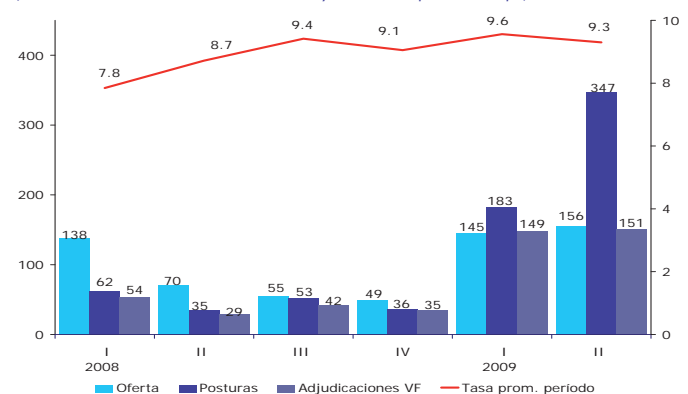


Nota: Hasta jun-08 el saldo por títulos bancarios incorporaba los cupones de intereses, a partir de julio incluye los intereses por pagar al vencimiento del título. No incluye la deuda contraída con el Gobierno Central.

Fuente: BCN

La absorción monetaria vía OMA fue superior a la registrada durante el mismo período de 2008, y estuvo asociada a una política monetaria más activa con el propósito de manejar exceso de liquidez de la banca y compensar temporalmente los menores traslados del Gobierno Central, en comparación a los programados.

Gráfico III-4  
Subastas competitivas de Letras del BCN  
(saldos en millones de dólares y tasa en porcentaje)



Fuente: BCN

Así, la banca comercial, principal inversionista de estos títulos, aumentó su demanda debido a las bajas tasas de interés internacionales y el aumento percibido en el riesgo asociado al crédito de consumo.

2. Aumento de la base monetaria asociado al incremento de los excesos de encaje en el BCN. La tasa de sobreencaje en moneda doméstica fue a junio 5.5 por ciento (2.2% a junio de 2008).

3. Neutralidad en el traslado de recursos del Gobierno Central al BCN. Durante este trimestre el Gobierno trasladó 3.3 millones de dólares, monto significativamente inferior al registrado en el mismo período de 2008 (US\$20.5 millones). Se espera que durante el segundo semestre el Gobierno restituya la utilización de recursos acumulada durante el primer semestre en la medida en que logre colocar Letras y Bonos del Tesoro y reciba recursos externos para apoyo presupuestario.

Cabe señalar que durante el II trimestre, los ingresos tributarios del SPNF cayeron 4.1 por ciento en comparación con el mismo período del año anterior. Esto limitó los traslados de recursos previstos al BCN.

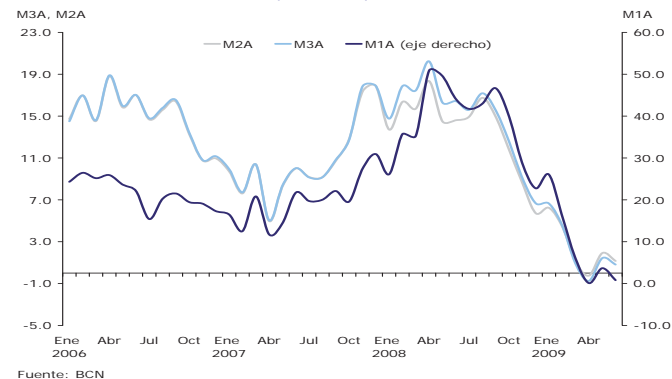
4. Mayores pérdidas cuasifiscales del BCN, ligadas principalmente al pago por intereses y mantenimiento de valor de los títulos del BCN y a la compra de forma de billetes. Adicionalmente, la disminución en las tasas de interés internacionales ha generado una caída en el flujo de intereses por depósitos en exterior.

## Agregados monetarios

A junio, los agregados monetarios registraron crecimientos considerablemente inferiores a los observados durante el segundo trimestre de 2008, asociados en parte a la desaceleración económica.

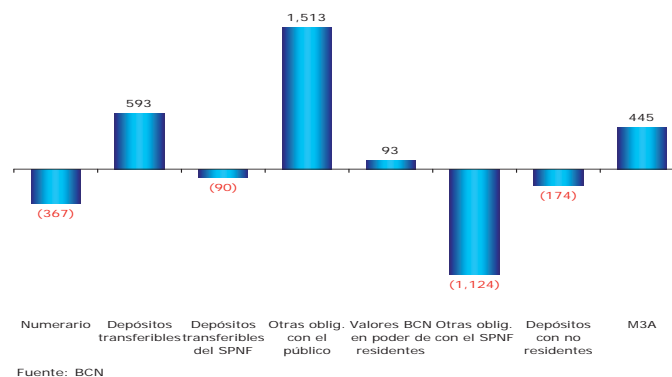
Sin embargo, se a observado un leve incremento en el nivel de depósitos del sistema financiero, en comparación con el trimestre anterior, probablemente asociado a la contracción del consumo privado.

Gráfico III-5  
Agregados monetarios  
(crecimiento interanual en porcentaje)



A junio, la tasa de crecimiento interanual del M3A, medida de agregado más amplia, fue de 0.8 por ciento, prácticamente neutral en comparación con el trimestre anterior, cuando fue 0.9 por ciento. No obstante, ello implicó un crecimiento de 797 millones de córdobas con respecto a marzo 2009 y de 445 millones en comparación con junio 2008.

Gráfico III-6  
Agregados monetarios por componentes  
(flujo en millones de córdobas)



Por su parte, el M2A creció 1.2 por ciento en términos interanuales (14.6% en 2008), impulsado por el crecimiento de las otras obligaciones con el público, que superaron la contracción en las obligaciones frente al sector público no financiero. Finalmente, el M1A creció en 0.8 por ciento (44.1% en 2008). Este resultado fue producto del aumento de los depósitos transferibles de residentes y del SPNF, lo que fue atenuado por la contracción del numerario.

## Tasas de interés

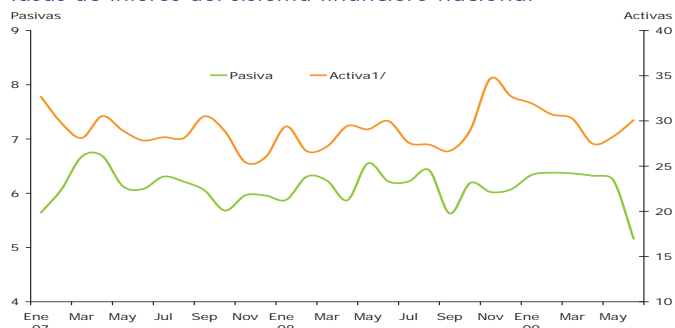
La caída en la intermediación financiera por el otorgamiento de menores créditos ha propiciado una disminución en la rentabilidad de los bancos, la cual ha sido atenuada con un aumento del margen financiero, encareciéndose el proceso de intermediación.

Durante los meses de mayo y junio, la tasa activa incrementó después de la caída observada en abril, aunque permanece ligeramente por debajo de la registrada el trimestre anterior. La disminución con relación a marzo fue el resultado de una recomposición del crédito otorgado; la banca continuó adoptando una política de recortar el crédito destinado al consumo como medida para disminuir su exposición al riesgo crediticio, en un contexto donde la capacidad de pago de los agentes económicos se ha visto afectada por la desaceleración económica.

Al cierre de junio, la tasa activa promedio del sistema cerró en 30.1 por ciento, lo que equivalió a 15 pbs por debajo de la tasa registrada a marzo de 2009. Esta contracción fue principalmente inducida por menores recursos otorgados al sector tarjetas de crédito (44.4% de los nuevos créditos), lo cual fue reforzado por menores tasas cobradas al crédito personal, así como por mayores recursos destinados a financiar actividades del sector agrícola, que se caracteriza por devengar menores tasas de interés.

Por otra parte, la tasa pasiva promedio del sistema disminuyó en 121 puntos base con respecto a marzo 2009, finalizando en 5.2 por ciento. La caída en la tasa pasiva se explicó por la disminución en la tasa, el aumento de recursos de los depósitos colocados a 1 mes y la caída en la participación de los depósitos a 1 año y más de 1 año de plazo. Con estos movimientos, el margen financiero registró un incremento de 106 pbs, respecto al cierre de marzo 2009.

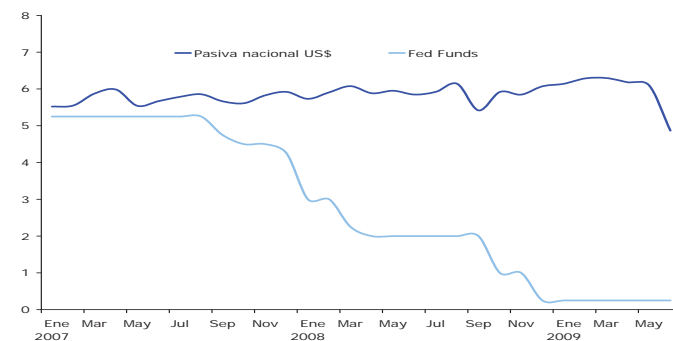
Gráfico III-7  
Tasas de interés del sistema financiero nacional



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

Es de esperar que para lo que resta del año las tasas de interés se mantengan desacopladas de las tasas internacionales y que, en la medida en que se continúe contrayendo el crédito, el sistema financiero mantenga un elevado margen financiero.

Gráfico III-8  
Tasa pasiva nacional vs. Fed Fund



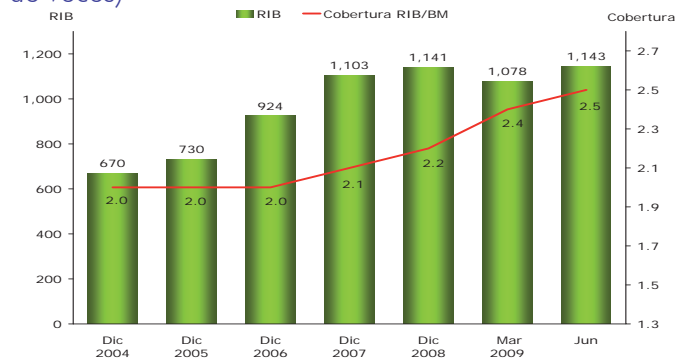
Fuente: BCN

## Reservas internacionales

Al finalizar junio, el saldo de las RIB del BCN ascendió a 1,142.8 millones de dólares (US\$64.8 millones superiores a las del trimestre anterior). Por su parte, las reservas internaciones netas (RIN) aumentaron 60.7 millones, las que ajustadas por los depósitos de encaje en dólares, reflejaron una acumulación trimestral de RINA por 42.6 millones.

Este nivel de reservas internacionales brutas permitió establecer el nivel de cobertura RIB/BM en 2.5 veces, y el grado de cobertura en relación a las importaciones CIF en 3.1 meses de importación.

Gráfico III-9  
Reservas internacionales brutas del BCN  
(saldo en millones de dólares y cobertura en número de veces)



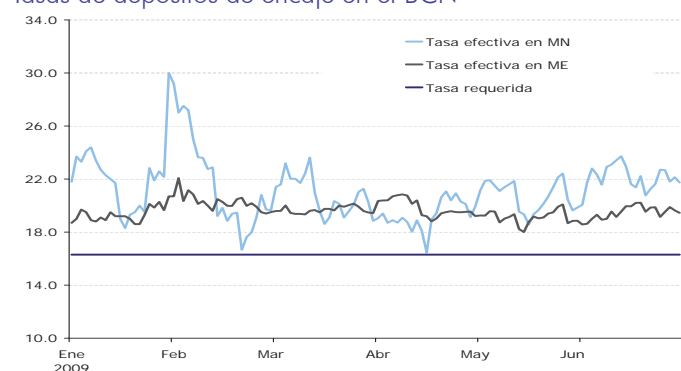
Fuente: BCN

Los principales ingresos de divisas que generaron la ganancia en RIN se originaron a partir del ingreso de recursos atados del exterior (US\$56.3 millones), colocación neta de TEI del Gobierno Central (US\$40.0 millones), compra neta de divisas (US\$58.7 millones) y aumento de encaje en moneda extranjera (US\$18.1 millones). Estos movimientos fueron parcialmente compensados por el retiro de recursos de las cuentas del SPNF (US\$83.5 millones) y el pago de deuda externa (US\$22.7 millones).

## Encaje legal

La autoridad monetaria mantuvo su política de encaje inalterada, conservando la tasa en 16.25 por ciento. Al igual que el trimestre anterior, la tasa efectiva de encaje, para los depósitos en todas sus denominaciones, se mantuvo por encima del nivel requerido. La tasa efectiva en moneda nacional se ubicó en 21.7 por ciento, mientras que la tasa en moneda extranjera ascendió a 19.5 por ciento.

Gráfico III-10  
Tasas de depósitos de encaje en el BCN



Fuente: BCN

Al cierre del primer semestre, el excedente de encaje en moneda nacional fue de 911.1 millones de córdobas. Por su parte, el excedente de encaje en moneda extranjera ascendió a 55.8 millones de dólares.

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

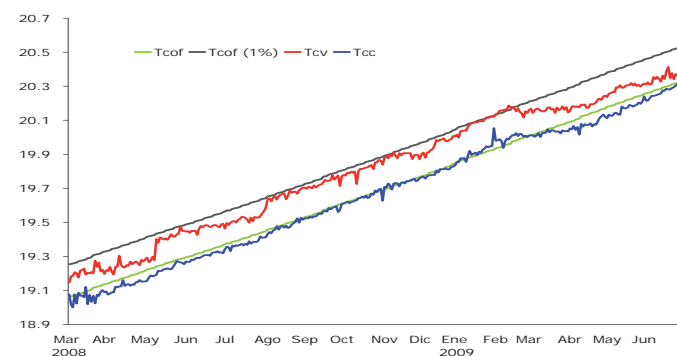
## Mercado cambiario

En el segundo trimestre el BCN realizó compras netas de divisas al sector financiero por un monto de 10.5 millones de dólares, y cordobizó 48.2 millones al SPNF. Este resultado contrasta significativamente con el registrado durante el primer trimestre, cuando se observaron ventas netas al sector privado por 119.6 millones.

En lo que respecta a las transacciones entre el sistema financiero y el público, se observó una disminución en la demanda por divisas por parte de los agentes económicos, por lo que en el neto el sistema financiero vendió 19.6 millones de dólares (venta neta de US\$91.1 millones en el primer trimestre de 2009).

Las brechas cambiarias de compra y venta, respecto al tipo de cambio oficial, registraron movimientos opuestos. Por un lado la brecha de compra ascendió levemente ubicándose en -0.21 por ciento; por su parte, la brecha de venta se contrajo hasta ubicarse en 0.24 por ciento, nivel inferior al promedio móvil de los últimos tres años (0.56); lo que está en concordancia con las menores presiones observadas en la mesa de cambio del BCN.

Gráfico III-11  
Tipos de cambio  
(córdobas por dólar)



Fuente: BCN

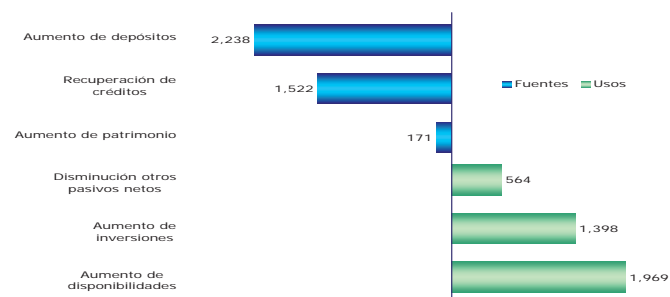
La libre convertibilidad del córdoba y los adecuados niveles de reservas internacionales fueron determinantes para mantener la brecha cambiaria de venta en la banda de  $\pm 1$  por ciento.

## Sistema financiero

Las fuentes de los bancos durante el segundo trimestre ascendieron a 3,931 millones de córdobas y se asociaron principalmente al aumento en la captación

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

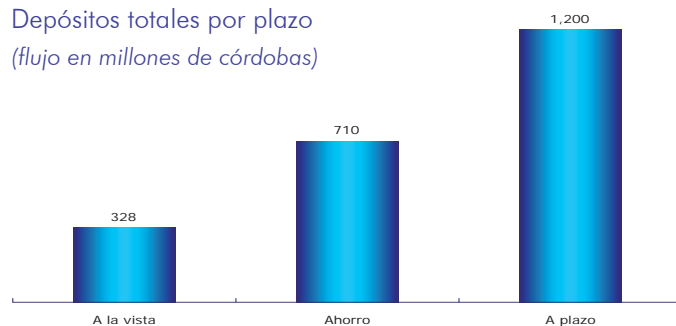
Gráfico III-12  
Fuentes y usos del sistema financiero  
(flujo en millones de córdobas)



Fuente: Balances contables del sistema financiero consolidado.

La principal fuente de recursos para la banca fue la mayor captación de depósitos del público. Este resultado se debió principalmente a mayores recursos depositados a plazo, aunque el resto de modalidades también mostraron incrementos. En términos generales, los recursos denominados en moneda extranjera marcaron la pauta del crecimiento (C\$2,550 millones), y fueron atenuados por la contracción de los recursos en córdobas (C\$312 millones).

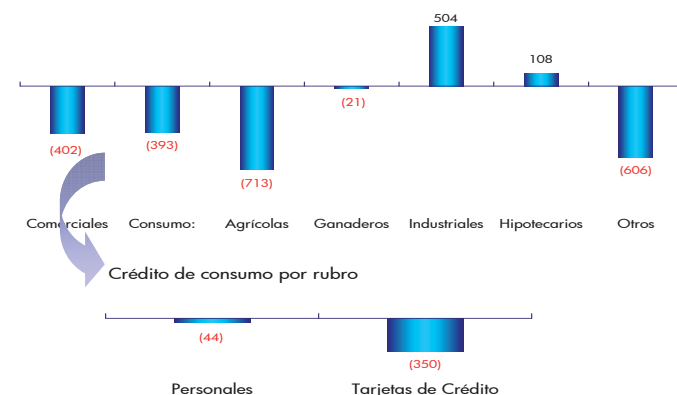
Gráfico III-13  
Depósitos totales por plazo  
(flujo en millones de córdobas)



Fuente: Balances contables del sistema financiero consolidado.

Adicionalmente, la banca obtuvo recursos a través de la recuperación neta de créditos, cuya dinámica fue marcada por las contracciones asociadas a los sectores agrícola, comercial, tarjetas de crédito, entre otros. En el trimestre, el saldo de la cartera bruta de crédito se contrajo en 1,522 millones de córdobas, lo que en términos interanuales representó una disminución de 3.1 por ciento.

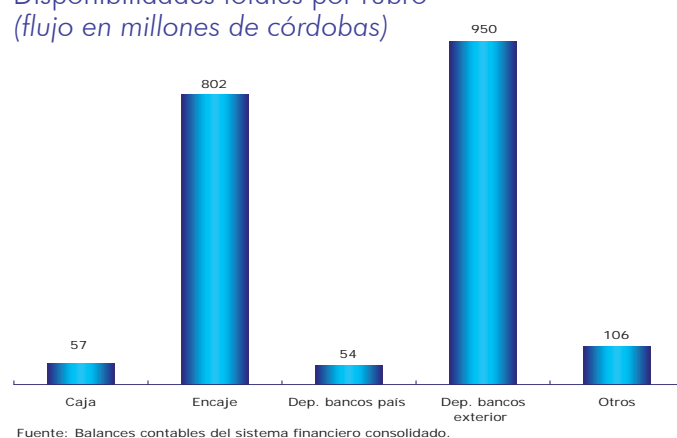
Gráfico III-14  
Cartera bruta de crédito por sector  
(flujo en millones de córdobas)



Fuente: SIBOIF

Este comportamiento puede ser parcialmente explicado por una respuesta de la banca a la crisis internacional. Los recursos mencionados anteriormente fueron utilizados por el sistema financiero para incrementar sus disponibilidades e inversiones y para disminuir sus otros pasivos. Las disponibilidades registraron una expansión principalmente asociada a mayores depósitos en bancos del exterior y depósitos de encaje en el BCN, la caja y las otras disponibilidades registraron incrementos más modestos.

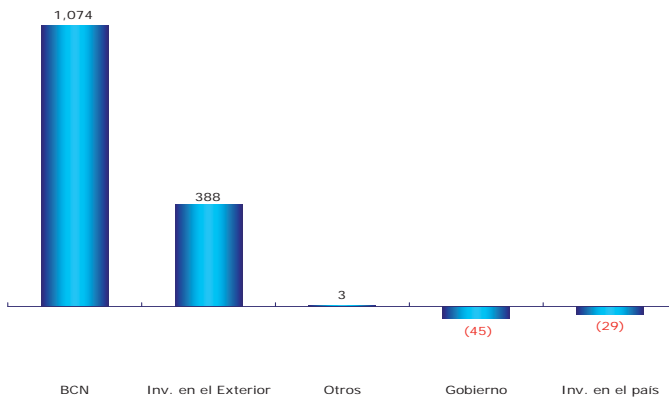
Gráfico III-15  
Disponibilidades totales por rubro  
(flujo en millones de córdobas)



Fuente: Balances contables del sistema financiero consolidado.

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

Gráfico III-16  
Inversiones totales por instrumento  
(flujo en millones de córdobas)



Fuente: Balances contables del sistema financiero consolidado.

## Abreviaturas

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

