

Boletín Trimestral

VOLUMEN V No 2

Abril - Junio 2003

- Principales aspectos de la evolución económica ●
- Los determinantes de largo y corto plazo ●
del Tipo de Cambio Real en Nicaragua



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

BRENDA S. DELGADO
Jefe Unidad de Estudios Financieros

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.
Impresión:

INDICE

1	RESUMEN EJECUTIVO
	SECCION I
2	EL CONTEXTO INTERNACIONAL
	SECCION II
3	PRINCIPALES ASPECTOS DE LA EVOLUCIÓN ECONÓMICA
6	Empleo
7	Precios
8	Salarios
	SECCION III
9	PROGRAMA DE CRECIMIENTO Y REDUCCIÓN DE LA POBREZA PRGF 2002- 2003
	SECCION IV
11	SECTOR MONETARIO
13	Decisiones de política monetaria
13	Colocación de títulos
14	Agregados monetarios
15	Créditos y tasas de interés
	SECCION V
17	FINANZAS PÚBLICAS
18	Resultados fiscales
20	Reformas estructurales
20	Ley de equidad fiscal
	SECCION VI
26	SECTOR EXTERNO
27	Exportación de bienes
27	Importación de bienes
28	Balanza de servicios
30	Recursos externos y deuda externa pública
31	LOS DETERMINANTES DE LARGO Y CORTO PLAZO DEL TIPO DE CAMBIO REAL EN NICARAGUA

Resumen ejecutivo

En el segundo trimestre del año, la economía mundial siguió resintiendo la incertidumbre generada por la guerra con Iraq. La economía estadounidense presentó señales de estancamiento económico al presentarse un aumento en el nivel de desempleo, un débil crecimiento del consumo y una disminución en la inversión privada.

Para el resto del año las expectativas son favorables y se espera que este país muestre tasas de crecimiento mayores en el segundo semestre y acelere su crecimiento en 2004. Dichas expectativas, se basan en el bajo nivel de las tasas interés impulsado por la Reserva Federal, el recorte en los impuestos promovido por el Departamento del Tesoro, y la elevada productividad laboral. Sin embargo, persisten algunos riesgos que han llevado al Fed a sostener su objetivo de tasa en 1 por ciento y comprometerse a mantenerla el tiempo necesario para consolidar el crecimiento económico. En la actualidad el principal riesgo -el cual se manifestará principalmente en 2004- consiste en la creciente expansión en el déficit público en EUA y la lenta recuperación del mercado laboral que podría limitar el crecimiento del consumo para lo que resta del año.

En el caso de Nicaragua la actividad económica mostró síntomas de recuperación, dado un entorno económico mundial menos desfavorable, la aprobación de la nueva Ley de Equidad Fiscal y el cumplimiento satisfactorio del programa monetario. A junio del presente año, el IMAE registró un crecimiento promedio anual del 2.2 por ciento, como resultado del desempeño del sector industrial, la construcción y el sector financiero, que compensó las contracciones mostradas por las actividades agrícolas, minería y comercio.

Indicadores parciales del gasto, con excepción de la demanda externa, mostraron un comportamiento positivo, estimulados en gran medida por el crecimiento observado en las fuentes de financiamiento (remesas familiares, y crédito al consumo) y el aumento salarial y de prestaciones que se presentó en el sector público. Por otra parte, el mayor gasto de capital del gobierno permitió compensar la disminución de la inversión privada.

Otras variables que muestran una tendencia positiva, según cifras del INSS, son el nivel de empleo y el salario real. El incremento en el empleo estuvo sustentado por el dinamismo de la industria manufacturera, en particular de las zonas francas; y los salarios, dentro del sector formal mostraron un incremento nominal de 8.1 por ciento, el cual no se ha visto reflejado en presiones inflacionarias, las que estuvieron determinadas por el incremento en el precio de los bienes administrados y de los productos pecuarios.

Por otra parte, se realizó en junio la tercera evaluación del programa negociado con el FMI, que fue sumamente positiva debido a la efectiva coordinación entre la política fiscal y monetaria. Se cumplieron las metas cuantitativas y cualitativas, a excepción de la meta de ahorro combinado del sector público (que fue afectada por el retraso en la aplicación de la Ley de Equidad Fiscal) y un ligero retraso en el proceso de la liquidación de activos.

En este período, la política monetaria estuvo encaminada a reducir el nivel de endeudamiento del BCN y asegurar la liquidez del sistema financiero, que permitiera una disminución en las tasas de interés. A diferencia del primer trimestre, el nivel de reservas internacionales aumentó debido a un exceso de encaje voluntario por parte de los bancos, a un mayor ahorro del sector público y un financiamiento externo positivo.

El sistema financiero, por su parte, siguió mostrando un comportamiento positivo debido a mayores niveles de depósitos, especialmente en los depósitos a plazo. Lo anterior favoreció que los agregados monetarios mas amplios (M2 y M3) mostraran un crecimiento por encima de su nivel de tendencia, lo que se debe a una menor percepción de riesgo. El crédito también mostró un comportamiento positivo, impulsado por la ligera disminución en las tasas de interés y el mayor nivel de disponibilidades del sistema bancario -producto de la política de reducción de deuda del BCN y el aumento de los depósitos bancarios-. El crédito se destinó al consumo, adquisición de vivienda y sector industrial.

La política fiscal continuó caracterizándose por preservar el objetivo de reducir el déficit fiscal. En mayo, se aprobó un aumento en el techo presupuestario que fue destinado a financiar mayores ajustes salariales en los sectores de salud, gobernación, defensa y justicia; además de un mayor gasto de capital. Este aumento presupuestario fue compensado con la aprobación de la Ley de Equidad Fiscal, así como de mayores donaciones externas.

Por último, la balanza de pagos mostró un aumento en el déficit comercial debido a una disminución de las exportaciones. Dicho déficit se financió con los incrementos que experimentaron las remesas familiares, los ingresos netos de la zona franca y el capital privado externo.

Sección I

Contexto internacional

Después de un primer semestre en el que la economía de Estados Unidos mostró señales de estancamiento producto de la pérdida de empleos, la debilidad en el consumo privado y una disminución en la inversión privada; para el segundo semestre las perspectivas son favorables, y se espera que dicha economía se expanda de entre 2.4 al 2.75% en 2003 para acelerar más su crecimiento en 2004. Además, debido al exceso en la capacidad productiva este crecimiento de la demanda agregada no repercutirá en un aumento del nivel de precios; se espera que la inflación se situó entre 1.25 y 1.5% a finales de año.

Estas perspectivas para lo que resta del año se basan en el impacto positivo que han tenido diversos factores sobre el comportamiento del consumo, entre otros: el efecto positivo de la baja de impuestos -aunque se estima que la mayor parte del corte impositivo, se destine al ahorro y no al consumo-, y el crecimiento de la riqueza de las familias (durante el primer semestre creció en 4.5%) debido a las alzas en las ganancias accionarias e inmobiliarias.

Con referencia al comportamiento de la inversión, existen opiniones diversas, ya que en la actualidad las empresas muestran un exceso de capacidad instalada y un

alto nivel de endeudamiento; sin embargo, los menores costos laborales y los bajos niveles de las tasas de interés han provocado un aumento de las ganancias corporativas. Lo anterior, se ha reflejado en el favorable comportamiento del Dow Jones y el Standard & Poor's 500 que muestran ganancias de 21.2% y 26.0% respecto a los mínimos observados en marzo de este año; además, el riesgo de los bonos corporativos en EU han mostrado un comportamiento descendente. En este contexto, se espera que la inversión privada aumente en los próximos meses, pero no será, por lo menos en este año, un motor de crecimiento.

En referencia a las tasas de interés la Reserva Federal anunció que mantendrá su actual política monetaria el tiempo que sea necesario para incentivar una reactivación de la economía, y no descarta la posibilidad de realizar un nuevo recorte en caso de ser necesario -lo que llevaría la tasa oficial a 0.75%-. Por otra parte, se menciona que, en caso de ser necesario - dado el poco espacio de maniobra en términos de políticas- si se requieren estímulos adicionales la FED inyectaría liquidez directamente.

Sin embargo, en esta perspectiva los riesgos persisten. Hay una pequeña probabilidad de que la economía americana evolucione hacia un proceso de deflación; la economía ha estado operando muy por debajo de su plena capacidad por algunos años con la consiguiente presión hacia abajo en los precios.

Hay también un riesgo de que el dólar americano se deprecie fuertemente frente al euro y al yen. No obstante ciertos repuntes de corto plazo en el dólar, si se mantiene el retardo en la inversión y el empleo, en un contexto de fuertes déficit fiscales y de balanza de pagos y las intenciones latentes de la FED de implementar medidas heterodoxas si la economía se desliza a la deflación, podrían llevar al dólar a un colapso frente al euro y al yen.

Finalmente, está el riesgo de un debilitamiento marcado en el gasto de las empresas y las familias, dado el aumento de las tasas de interés de los bonos gubernamentales de mediano plazo -y siendo el efecto balance el mecanismo de transmisión-. Esto ha ocasionado un efecto negativo sobre el mercado de hipotecas, que ha repercutido negativamente sobre el sector inmobiliario.

En resumen, existe un clima atípico donde los indicadores apuntan hacia una recuperación pero, a la vez, hay un sentimiento latente de recesión. El *survey* de la Universidad de Michigan, lo caracteriza expresando que la mayoría de los trabajadores poseen expectativas de un mejoramiento económico pero que al mismo tiempo no esperan un mejoramiento en sus ingresos o en sus salarios.

En Latinoamérica, la situación es un poco más reconfortante. A primera vista, el aumento en las tasas de interés de mediano plazo en los Estados Unidos pareciera presagiar malos augurios. En la década de los ochenta, las crisis latinoamericanas fueron precedidas de un aumento generalizado de las tasas de interés internacionales. La crisis mexicana de 1994-95 también estuvo precedida de un aumento en las tasas de interés. Sin embargo, los flujos de capitales parecieran estar regresando a la región debido a un mejoramiento en los fundamentos económicos. Las balanzas de pagos se han fortalecido, hay ganancias en productividad, un repunte del mercado petrolero, ninguna elección presidencial en ciernes y avances en los programas de lucha contra la pobreza. Para 2003, se espera un crecimiento económico de 1.1% y de 3.6% para 2004. Por otra parte, se espera un repunte notorio en las exportaciones, lo que ayudará a mejorar la balanza comercial de la región, y los niveles de reservas internacionales.

Sección II

Principales aspectos de la evolución económica

El desempeño de la economía nicaragüense, durante el segundo trimestre de este año, estuvo determinado principalmente por tres acontecimientos económicos relevantes. El primero de ellos lo constituyó el proceso de elaboración y aprobación, a principios del mes de mayo, de la Ley de Equidad Fiscal en la Asamblea Nacional. Otro aspecto importante lo constituyó el seguimiento a las negociaciones en el marco del tratado de libre comercio entre la región centroamericana y Estados Unidos. Finalmente, la gestión del gobierno, en su búsqueda de recursos externos que permitan imprimir mayor dinámica a la actividad económica, está siendo apuntalada por el buen desempeño que tuvieron

las recaudaciones tributarias en el primer semestre del año, lo cual permite ser optimistas respecto a la posición negociadora de Nicaragua con el Fondo Monetario Internacional, en un contexto de reducción de su deuda externa.

Los resultados económicos del segundo trimestre del año dan lugar a mejores perspectivas para 2003, considerando además que el panorama internacional muestra una recuperación de los principales socios comerciales, especialmente de los Estados Unidos que alcanzó un crecimiento de 3.1 por ciento este período. Puede observarse que los indicadores de corto plazo de la economía nicaragüense señalan un buen desempeño por parte de la producción industrial, la construcción y el sector financiero, que marcaron la pauta de aceleración que mostró la producción. De forma consistente, indicadores de empleo y salarios muestran una tendencia positiva, al mismo tiempo que otras fuentes de financiamiento como las remesas y el financiamiento para consumo experimentaron expansiones. Por su parte, indicadores parciales del gasto revelaron una expansión de la demanda interna, acompañada de una contracción de las exportaciones. La recuperación de la economía mundial, y de precios de productos importantes como el café, sugiere que la contracción en las exportaciones se vincula a un problema de oferta, más que de demanda. Sin embargo, el aumento de las transferencias del exterior ayudó a financiar los desbalances externos.

En el período enero-junio, la actividad económica, medida por medio del IMAE, mostró una importante recuperación en la tasa de crecimiento promedio anual. Este comportamiento estuvo marcado por el mejor desempeño registrado en junio, luego de observarse las mayores disminuciones en los primeros dos meses del trimestre. Al mes de junio, la tasa de crecimiento promedio anual se ubicó en 2.2 por ciento, luego de reflejar un crecimiento de 1.1 por ciento en enero del presente año, y una recuperación de 0.7 por ciento durante el semestre, con relación a la caída registrada en similar período de 2002 (-2.4%).

Los resultados observados indican un mejor desempeño respecto al primer semestre del año anterior, lo que se refleja en la mayor parte de las actividades, mostrando mayor crecimiento en algunos casos, y menores reducciones de producción en otros. La contracción en comercio, una mayor reducción en minería, y la

desaceleración en energía y agua, conforman las excepciones a la tendencia observada en este período. Así, las actividades siguen mostrando un comportamiento claramente diferenciado, con caídas en el caso de actividades agrícolas (4.2%), minería (24.3%), comercio (1.6%), y transporte y comunicaciones (1.0%), cuya contribución marginal conjunta fue de -1.3 por ciento. Estas caídas fueron contrarrestadas por el crecimiento en energía y agua (7.3%) y la aceleración en las restantes actividades.

Tabla II-1
Índice Mensual de Actividad Económica
(porcentaje)

Sectores	Variación interanual Acumulada a Junio		Tasas de variación promedio anual	
	2002	2003	2002	2003
IMAE GENERAL	(2.4)	0.7	(1.0)	2.2
1. Agrícola	(7.0)	(3.6)	(4.7)	(4.2)
2. Pecuaria	4.4	5.4	3.4	6.3
3. Pesca	(2.3)	(5.1)	(6.7)	5.9
4. Industria	(2.2)	(1.3)	(0.1)	3.9
5. Construcción	(16.6)	16.9	(13.6)	11.9
6. Minero	23.9	(26.2)	17.1	(24.3)
7. Comercio	2.2	(6.0)	1.7	(1.6)
8. Gobierno General	(3.3)	1.4	(2.2)	1.1
9. Transporte y Comunicaciones	(9.5)	0.2	(4.5)	(1.0)
10. Financiero	3.8	24.2	8.4	18.4
11. Energía y Agua	11.4	8.2	12.4	7.3

Fuente: Gerencia Estudios Económicos BCN

Uno de los aspectos que determinaron el bajo desempeño de la actividad agrícola en el ciclo 2002/2003, fue la disminución en la producción de importantes productos agro exportables como el café, maní y banano. Los dos primeros fueron afectados por bajas en los precios internacionales, que se han venido recuperando en el transcurso del año. Además, el maní fue afectado por la sequía observada a inicios del ciclo anterior en el occidente del país. La caída en la producción de banano fue consecuencia del cierre de otra empresa, la cuarta desde 2002 al primer semestre 2003, determinado por problemas de comercialización, falta de financiamiento, y el consecuente mal manejo de plantaciones.

Por su parte, dentro de los granos básicos, el aumento en el área sembrada para la época de primera del ciclo

2003/2004, determinó el repunte en frijol y arroz, lo que amortiguó el efecto negativo de los productos agro exportables. Este comportamiento fue motivado por el pronóstico de buen invierno y el mayor uso de semilla certificada por parte de los productores, - incentivados por la implementación de la segunda fase del Programa Nacional Libra por Libra (PNLL) -.

En efecto, de acuerdo al avance de cumplimiento del PNLL (al 15 de julio de 2003), se han ejecutado en promedio un 81.4 por ciento de las manzanas programadas a sembrar dentro del plan, para la época de primera del ciclo 2003/2004 (Tabla II-2).

Tabla II-2
Avance del PNLL, época de primera
(manzanas)

Concepto	Programado	Ejecutado ^{a/}	% de avance
Maíz híbrido	30,460	26,566	87.2
Maíz variedad	18,425	17,340	94.1
Frijol	5,000	3,040	60.8
Arroz	12,400	9,020	72.7
Sorgo blanco	4,500	1,670	37.1
Total	70,785	57,636	81.4

a/: al 15 de julio de 2003.

Fuente: MAGFOR

La tendencia negativa de la minería ha sido propiciada por la fuerte disminución en la extracción de oro y plata, como consecuencia de problemas administrativos y financieros que ha venido arrastrando desde el año pasado una importante empresa del sector.

Vale destacar la reversión observada en la actividad constructora, que reflejó un buen dinamismo en este semestre, como resultado de la mayor ejecución de proyectos privados concentrados en los destinos comercial y de servicios, principalmente. De la misma forma, se ha registrado avances sustantivos tanto en la ejecución física como financiera de proyectos de inversión pública. La actividad financiera, asimismo, mostró un buen dinamismo al crecer en 18.4 por ciento promedio anual (8.4% en junio de 2002), principalmente sustentado por una mayor intermediación financiera básica.

El crecimiento en la producción de alimentos, bebidas y vestuario, determinó la aceleración de la industria, pese a las contracciones observadas en ramas importantes como el tabaco y derivados del petróleo, estos últimos afectados por contracción en la demanda, derivada de incrementos en el precio interno de combustibles.

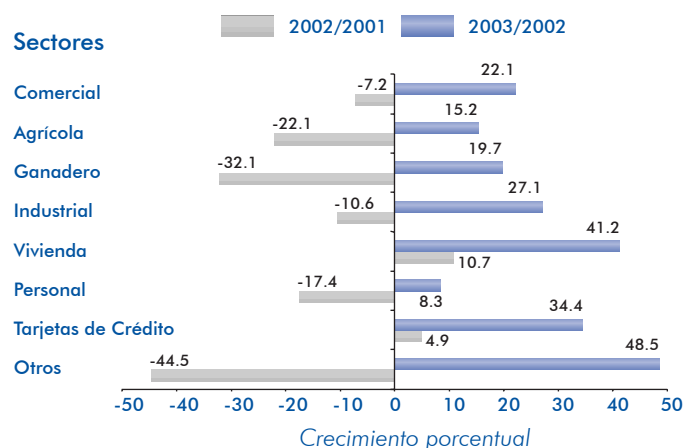
El buen desempeño industrial, de la construcción y financiero, más que compensó las contracciones que registraron las actividades mencionadas inicialmente. Adicionalmente, los aportes de las actividades pecuaria, pesca, gobierno general y energía y agua, contribuyeron a la recuperación de la economía respecto a lo observado en el primer semestre de 2002.

La expansión de la economía, observada a través del IMAE, tuvo como contrapartida una tendencia positiva en indicadores que sugieren un comportamiento consistente por el lado del gasto, particularmente en los componentes de la demanda interna. Por su parte, la demanda externa se contrajo con particular énfasis la correspondiente a productos no tradicionales.

El incremento en las importaciones de bienes de consumo y en las remesas familiares, sugiere un aumento en el consumo privado durante el primer semestre de 2003. El incremento en las importaciones de bienes de consumo (7.9% en el trimestre y 5.7% en el semestre), sigue siendo motivado principalmente por bienes de consumo duradero destinados a las telecomunicaciones, particularmente determinado por la continua introducción de teléfonos móviles. Por su parte, las remesas familiares crecieron tanto durante el segundo trimestre (16.7%), como a lo largo del semestre (13.9%), observándose asimismo que el crédito otorgado por las instituciones financieras en concepto de tarjetas de crédito y préstamos personales, experimentó un crecimiento interanual de 42.7 por ciento. Ambos incrementos se consideran como fuentes importantes que habrían estimulado el mayor consumo de los agentes privados. Es importante señalar que se produjo una expansión del crédito otorgado a todos los sectores (ver gráfico II-1).

Finalmente, el consumo privado se habría visto favorecido por un aumento en los salarios (según INSS), que en términos nominales alcanzó un crecimiento de 8.1 por ciento, en un ambiente de baja inflación y expansión del empleo.

Gráfico II-1
Crecimiento interanual del crédito,
saldos a junio de cada año
(en términos nominales)



Un comportamiento expansivo fue observado igualmente en el gasto corriente del sector público no financiero, alcanzando en este semestre un crecimiento de 8.1 por ciento en términos nominales. Los aportes más importantes se registraron en los componentes de sueldos y salarios (10.8 %), pensiones e indemnizaciones (13.8 %), pago de intereses de la deuda interna (14.6 %) y prestaciones médicas (14.9 %). El resultado del semestre estuvo determinado por la mayor expansión observada en el segundo trimestre (12.5%) particularmente en intereses internos (32.1%), adquisición de bienes y servicios (26.2%), prestaciones médicas (15.8%) y pago de sueldos y salarios (13.4%).

La inversión fija del sector público creció 26.7 por ciento en términos nominales en el segundo trimestre de 2003, concluyendo con un crecimiento de 23.8 por ciento en el primer semestre del año comparado con igual período de 2002. Considerando la contribución marginal, el nivel de inversión alcanzado resultó principalmente de la ejecución del FISE, MTI y MINSa de forma consistente en el semestre. Además, las inversiones del MECD, CNU y alcaldías municipales dieron empuje a la inversión pública particularmente en el segundo trimestre del año. La labor que realiza el FISE en la rehabilitación de escuelas primarias y preescolares se constituye en el destino de inversión de mayor crecimiento, reforzado por los proyectos de reemplazo de escuelas en la zona occidental del país desarrollados por el Ministerio de Educación, Cultura y

Deportes. El mejoramiento de la infraestructura vial, a través del III Programa de Rehabilitación y Mantenimiento de Carreteras, fue un de los proyectos principales que motivó la expansión observada en el MTI en el segundo trimestre. En tanto el MINSA continúa concentrando su inversión en la rehabilitación y equipamiento de centros de salud del pacífico de Nicaragua. Finalmente, el CNU impulsó el equipamiento tecnológico en universidades adscritas al mismo.

Tabla II-3
Inversión pública
(millones de córdobas)

Institución	II Trimestre			I Semestre		
	2002	2003	Variación %	2002	2003	Variación %
MTI	136.2	191.0	40.3	320.0	371.5	16.1
ENACAL	83.6	92.9	11.2	149.3	145.0	(2.8)
IDR	60.1	58.1	(3.3)	108.5	96.4	(11.2)
ENTRESA	79.5	34.1	(57.1)	121.3	66.3	(45.4)
FISE	44.7	81.2	81.7	92.0	158.4	72.1
MINSA	18.8	19.5	3.9	20.6	63.0	205.1
Otras Instituciones	79.2	159.4	101.2	137.9	275.5	99.7
Total	501.9	636.2	26.7	949.7	1,176.0	23.8

Fuente: Sistema Nacional de Inversiones Públicas (SNIP)

Una revisión de la inversión por componentes indica que la construcción pública experimentó la mayor expansión en el trimestre (33.5%), alcanzando un 24.8 por ciento en el semestre. La inversión pública en maquinaria y equipo mostró crecimiento (13.1% y 29.7% en el trimestre y semestre, respectivamente), principalmente por los gastos que hizo el IDR en este tipo de activos. Sin embargo, las importaciones totales de bienes de capital se redujeron, sugiriendo una contracción del componente privado.

La reducción de las exportaciones en el segundo trimestre acentuó los resultados observados en el primero, cerrando el semestre con una contracción de 4.8 por ciento. Dicho comportamiento fue el resultado de la caída en las exportaciones de bienes no tradicionales (10.7%), que no pudo ser contrarrestado por el ligero incremento exhibido por los bienes tradicionales (0.4%). Por su participación, es relevante mencionar los crecimientos en valor observados en café (7.3%), azúcar (10.3%),

carne (3.3%) y camarón (10.4 %). Lo anterior estuvo determinado por recuperación del precio internacional en el caso del café, incrementos en el volumen para carne y camarón, y ambos efectos en el caso del azúcar.

Empleo

El comportamiento que registró el IMAE en el primer semestre del año, fue acompañado de forma consistente por una expansión del empleo formal durante el período mencionado (2.2%), siendo mayor en el segundo trimestre (2.4%), según cifras del INSS. En el segundo trimestre la industria manufacturera mostró un comportamiento consistente entre el crecimiento de la producción y el empleo que creció 12.7 por ciento, destacándose las empresas de Zonas Francas que han registrado aumentos en la producción de bienes exportables intensivos en el uso de mano de obra.

Otras actividades reportaron tendencias contrarias en el empleo respecto al crecimiento de su producción. El empleo en establecimientos financieros registró una fuerte desaceleración, a la par que la construcción mantuvo la tendencia contractiva que exhibió desde igual período de 2002. Lo anterior sugiere que estas actividades habrían experimentado un incremento en la productividad a lo largo del semestre y particularmente en el segundo trimestre.

El empleo repuntó en las actividades de transporte, almacenamiento y comunicaciones durante el trimestre con un crecimiento de 13.1 por ciento (11.5% en el primer semestre 2003), a consecuencia de la expansión tecnológica de las comunicaciones. Otra actividad que presentó buen dinamismo en la ocupación del segundo trimestre fue minas y canteras, con un crecimiento de 11.8 por ciento (7.2% en el primer semestre 2003), en comparación con igual período de 2002. Esta dinámica en el empleo hace suponer que estas actividades podrían experimentar una expansión en los meses restantes del año.

En el caso de la agricultura, silvicultura, caza y pesca, muestran un pobre desempeño, presumiblemente por la caída que han mostrado los precios de los principales productos de exportación.

Precios

El comportamiento de los precios durante el primer semestre del año ha sido un tanto volátil, pero la tendencia de la inflación se ha mantenido alrededor del 5 por ciento. Dicha trayectoria es compatible con la meta de inflación para fin de año, estimada en 6 por ciento, en tanto no sea afectada por shocks de oferta desfavorables que puedan afectar la dinámica del comportamiento de esta variable.

En general se puede argumentar que las condiciones económicas tanto internas como externas y en particular la poca dinámica de la demanda agregada, han permitido que las presiones sobre los precios se mantengan en niveles moderados, lo cual se puede apreciar en la relativa estabilidad reflejada en la inflación subyacente.

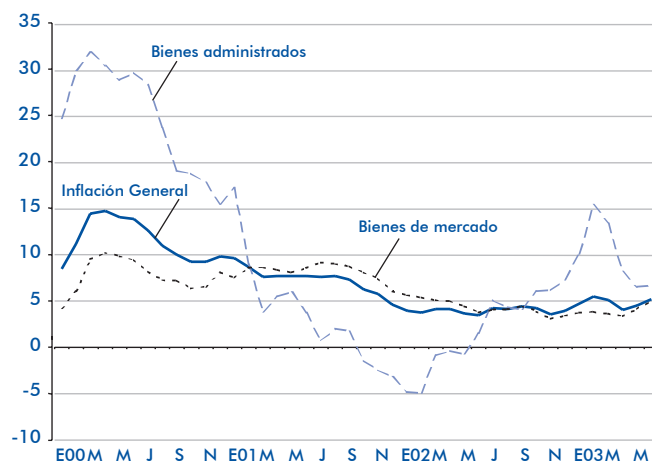
Tabla II-4
Ocupación en el sector formal
(número de afiliados al INSS)

Rama de Actividad	Abril - Junio			Variación %	
	2001	2002	2003	02/01	03/02
Total	318,225	310,564	317,957	(2.4)	2.4
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	18,174	14,892	14,142	(18.1)	(5.0)
Minas y canteras	1,929	1,671	1,868	(13.4)	11.8
Industria manufacturera	73,296	72,346	81,522	(1.3)	12.7
Electricidad, gas y agua	6,335	6,384	5,766	0.8	(9.7)
Construcción	15,130	10,112	8,243	(33.2)	(18.5)
Comercio, restaurantes y hoteles	37,654	39,048	38,541	3.7	(1.3)
Transporte, almacenamiento y comunic.	10,298	8,722	9,868	(15.3)	13.1
Establecimientos financieros y seguros	21,021	23,450	23,730	11.6	1.2
Servicios personales, comunales y sociales	133,478	133,446	134,210	(0.0)	0.6
Actividades no especificadas	911	492	68	(46.0)	(86.1)

Fuente: INSS

La inflación general del primer semestre ha sido liderada por la inflación de los bienes administrados, que tuvo un repunte en febrero a causa del incremento en los combustibles (7%) y transporte (12.5%), a consecuencia de la incertidumbre generada por la guerra en Iraq. Posteriormente, con la finalización de la guerra, se observó una baja en el precio del petróleo, siendo el precio promedio del barril (WTI) 5 dólares menor en el segundo trimestre, en comparación con el del primer trimestre, lo cual ha contribuido a mantener la inflación en la ruta hacia la meta del 6 por ciento.

Gráfico II-2
Inflación general, bienes de mercado y bienes administrados
(tasa de variación anual)



En el período enero-junio de 2003, el IPC presentó una variación acumulada de 4.39 por ciento, superior en 1.26 puntos porcentuales a la registrada en igual período de 2002. Esta diferencia es debida, en gran medida, al comportamiento incremental de los precios de los productos pecuarios, sobresaliendo el aporte del grupo de carnes, principalmente de pollo, que se vio afectada por el incremento en el precio de la pechuga por la aplicación del IGV. El aporte del grupo de productos pecuarios al incremento de la inflación del período analizado es de 75 por ciento.

Tabla II-5
Inflación y contribución marginal al IPC de Managua, según Capítulos (porcentaje)

Capítulos	Ponderación (%)	Enero - junio	
		Inflación Acumulada	Contribución Marginal
INDICE GENERAL	100.0	4.39	4.39
Alimentos y Bebidas	38.5	4.65	1.73
Vestido y Calzado	6.5	0.55	0.03
Vivienda	9.9	4.78	0.51
Muebles y Accesorios	7.8	2.54	0.19
Medicina y Salud	5.1	5.01	0.26
Transporte y Comunicaciones	10.6	5.23	0.59
Recreación y Cultura	3.6	1.68	0.06
Educación	10.9	7.52	0.88
Otros gastos personales	7.1	2.03	0.14

Fuente: Encuestas BCN

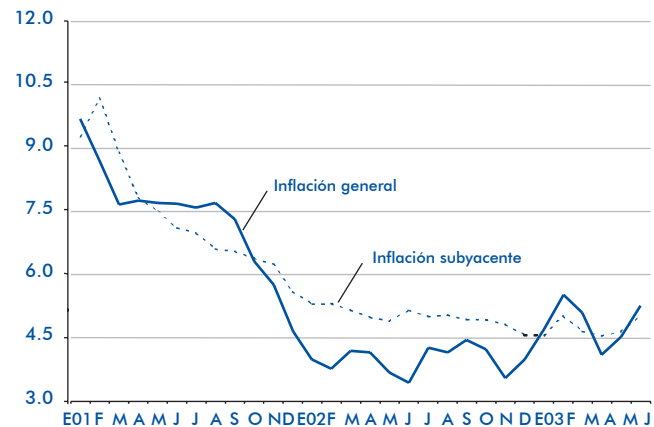
En junio de 2003, la inflación anualizada fue de 5.27 por ciento, superior en 1.8 puntos porcentuales con respecto al mismo período del año anterior, lo cual se debe en parte al efecto estadístico de las bajas inflaciones registradas en 2002. No obstante, se puede observar que ello significó un incremento de 0.18 puntos porcentuales con respecto a la de marzo de 2003.

En lo referente al comportamiento de la inflación subyacente, se ha observado una tendencia similar a la de la inflación general, pero un tanto más suavizada, presentando incrementos en febrero y junio originados básicamente por incrementos en los costos de matrículas y aranceles tanto en los centros de educación formal como en aquellos que ofrecen cursos de computación. Por otro lado, se ha observado una clara disminución de la brecha entre la inflación general y la subyacente. Al cierre de junio de 2003, la inflación anual subyacente se ubicó en 5 por ciento (5.2% en junio de 2002).

Salarios

En el primer semestre, el salario promedio que percibieron los trabajadores afiliados al INSS registró un crecimiento de 8.1 por ciento, con respecto a igual período del año pasado. Este desempeño es consecuencia de las aceleraciones en el crecimiento de los salarios en la

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



actividad agropecuaria, favorecido por la dinámica de la rama pecuaria; en las minas, que continúan con sus políticas de altos salarios, a pesar de las caídas que viene mostrando la actividad en lo que va del año; en electricidad, gas y agua, cuya actividad se mantiene desacelerada; y la fuerte aceleración de las actividades de transporte, almacenamiento y comunicaciones, por el efecto positivo generado por el incremento en las tarifas del transporte y la expansión de la comunicación celular.

Tabla II-6
Inflación acumulada y contribución al IPC de Managua a enero - junio
(porcentaje)

Grupos	Ponderación	Inflación acumulada		Contribución marginal	
		2002	2003	2002	2003
Índice General	100.00	3.13	4.39	3.13	4.39
Índice Agropecuario	20.86	1.10	6.55	0.23	1.31
Índice Pecuario	12.17	(1.02)	6.90	(0.13)	0.82
Carnes y derivados	6.67	0.43	6.02	0.03	0.39
Leche, derivados de la leche y huevos	5.50	(2.67)	7.95	(0.16)	0.43
Índice Agrícola	8.68	4.33	6.04	0.36	0.49
Frutas	1.03	19.57	25.84	0.22	0.27
Verduras, legumbres y tubérculos	4.06	1.97	4.07	0.07	0.16
Otros	3.59	1.98	1.94	0.07	0.06
Resto IPC	79.14	3.66	3.85	2.90	3.08

Fuente: Encuestas BCN

Por otra parte, las actividades de industria, construcción, comercio, restaurantes y hoteles mantienen una tendencia desacelerada. Lo anterior está determinado por la prudencia que muestran en materia salarial las

empresas manufactureras y constructoras, a pesar de la mayor dinámica que exhiben estas actividades, y por la caída que se ha experimentado la actividad comercial.

Tabla II-7
Salarios del INSS, según ramas de actividad
(córdobas)

Rama de Actividad	Enero - junio			Variación interanual	
	2001	2002	2003	02/01	03/02
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	2,049.8	2,199.1	2,493.1	7.3	13.4
Minas y canteras	3,129.7	3,470.7	3,903.7	10.9	12.5
Industria manufacturera	2,167.1	2,289.6	2,374.7	5.7	3.7
Electricidad, gas y agua	4,397.2	4,786.0	5,714.7	8.8	19.4
Construcción	2,638.2	3,059.8	3,247.6	16.0	6.1
Comercio, restaurantes y hoteles	3,123.0	3,648.0	3,786.0	16.8	3.8
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	4,269.5	3,993.2	5,130.2	(6.5)	28.5
Establecimientos financieros y seguros	4,422.6	4,471.0	4,784.4	1.1	7.0
Servicios personales, comunales y sociales	2,535.3	2,723.6	3,019.7	7.4	10.9
Actividades no especificadas	2,624.7	2,905.7	1,679.3	10.7	(42.2)
Promedio	2,723.2	2,940.0	3,178.2	8.0	8.1

Fuente: INSS

Sección III

Programa de Crecimiento y Reducción de la Pobreza (PRGF) 2002 - 2003

La evaluación del cumplimiento de las metas del programa a junio, correspondiente a la tercera revisión, fue muy satisfactoria. Se cumplieron todas las metas cuantitativas de desempeño a excepción de la meta de ahorro combinado del sector público, la que estuvo afectada principalmente por el retraso en la aplicación de la Ley de Equidad Fiscal. Igualmente se cumplió con la agenda estructural, a excepción de un pequeño retraso en el calendario del programa de liquidación de activos.

De acuerdo al PRGF, todas las subastas de activos debían haberse concluido a junio, sin embargo a solicitud de la empresa encargada de la liquidación, las subastas concluyeron durante el mes de agosto.

Lo anterior implica que Nicaragua deberá solicitar dispensa por el incumplimiento de dos criterios de desempeño, no obstante, ambos fueron bien justificados y habrán sido completamente corregidos al momento que la evaluación sea presentada al Directorio del FMI durante el próximo mes de octubre.

Adicionalmente, durante la evaluación de las metas a junio, las discusiones con el FMI se centraron en la negociación de las metas a diciembre 2003 y de los criterios indicativos para 2004, como requisito para avanzar en el calendario de condicionalidades en el marco de la iniciativa HIPC.

La negociación de criterios cuantitativos de desempeño a diciembre 2003 se realizó manteniendo los principales objetivos anuales. Como meta se estableció que el ahorro combinado del SPNF durante el año será de 0.2 por ciento del PIB¹ y el déficit combinado del SPNF después de donaciones de 3.8 por ciento del PIB. Por su

parte, las metas monetarias se mantuvieron de acuerdo a las metas indicativas de fin de año. A diciembre, se estableció una pérdida de reservas internacionales de US\$ 15 millones en el año, consistente con el programa de reducción de deuda interna del BCN de US\$ 70 millones.

¹ En el PRGF el SPNF combinado incluye al Gobierno Central, ALMA, INSS, ENACAL, ENTRESA y el resultado cuasifiscal del BCN.

Tabla III - 1
Programa de Crecimiento y Reducción de Pobreza (PRGF)
Criterios cuantitativos de desempeño 2003
(millones de córdobas y dólares)

Conceptos	Acumulado al II Trim 2003		
	Programa ajustado	Observado	Margen(+) o desvío (-)
	millones de córdobas		
1. Financiamiento doméstico neto combinado del sector público	(503)	(753)	250
2. Ahorro combinado del sector público	17	(21)	(38)
3. Activos domésticos netos del Banco Central	(207)	(947)	740
	millones de dólares		
4. Reservas internacionales netas del Banco Central	(5)	49	54
5. Reducción de Deuda Interna del Banco Central	(55)	3	58
6. Contratación de préstamos externos no concesionales	0	0	0
7. Saldo en mora de pagos externos	0	0	0
	millones de córdobas		
Metas indicativas			
1. Ingresos tributarios del gobierno central	4,812	4,617	(195)
2. Gasto total primario del gobierno central	4,969	5,166	197
3. Déficit combinado del sector público, antes de donaciones	(2,156)	(2,305)	(149)
4. Financiamiento doméstico neto del SPNF - base caja	(1,604)	(1,734)	(130)

Tabla III - 2
Matriz de reformas estructurales

Medidas	Estatus
I. Criterios de desempeño a Junio 2003	
1. Plan de Liquidación de Activos i. Finalización del proceso de subasta de activos.	No Cumplido: Se solicitará dispensa puesto que las subastas finalizarán en agosto.
II. Criterios indicativos	
1. Establecimiento de la Comisión de Gasto Público	Cumplido
2. Pùblicación y adopción oficial por el Banco Central de las cuentas nacionales revisadas año base 1994. i. Elaboración de estimados preliminares para 2001 y 2002.	Cumplido
3. Aprobación por parte de la Asamblea Nacional de un paquete apropiado de reforma tributaria.	Cumplido

Sección IV

Sector monetario

Se continuó con el régimen cambiario de deslizamiento diario pre anunciado del 6 por ciento anual. Este régimen, aunado al elevado grado de dolarización financiera limita la efectividad de la política monetaria en cuanto la afectación de las tasas de interés y a través de ellas la inflación y el producto. Es así que el diseño del programa monetario descansó en el manejo del crédito interno, especialmente en las operaciones del gobierno en el Banco Central. A través de la contracción del crédito interno, se fortalecen las reservas internacionales, y de esta manera se protege el régimen cambiario, lo cual sirve como ancla nominal de las expectativas de inflación.

La acumulación de recursos por parte del gobierno, derivado tanto del esfuerzo interno de la política fiscal, como del financiamiento externo neto, permitió acumular reservas internacionales, y a la vez, redimir en el neto títulos emitidos por el Banco Central, reduciendo de esa manera la vulnerabilidad externa e interna del instituto emisor. A su vez, la reducción de deuda interna persigue dos objetivos: el primero propiciar una reducción en las tasas de interés internas y aumentar el crédito a la economía al entregar liquidez al sistema bancario; y el segundo, aminorar el costo financiero del BCN al reducir la porción de deuda que se tiene que recolocar.

La conjugación de los objetivos mencionados y la efectiva coordinación de las políticas monetarias y fiscales, han estado enmarcadas en el programa financiero acordado con el FMI, el cual, al finalizar el primer semestre del año, refleja resultados satisfactorios, tantos en los criterios de desempeño acordados en la carta de intención, como en los resultados de los objetivos de política, tales

como la reducción en las tasas de interés y el crecimiento del crédito. A junio, se observó una tasa de crecimiento interanual en el crédito de 24 por ciento, una reducción en las tasas activas de 68 puntos base y en las pasivas de 85 puntos base; mientras la tasa de rendimiento de los CENI pasaron de 16.5 por ciento en diciembre 2002 a 7.5 por ciento en junio 2003.

Como se observa en la tabla IV-1, se cumplieron ampliamente las metas de reservas internacionales, activos domésticos netos y reducción de deuda interna.

La acumulación de reservas internacionales se sustentó en el traslado de recursos del gobierno al Banco Central y el mantenimiento de excesos de encaje en moneda nacional, por parte del sistema bancario. Aún

Tabla IV - 1
Banco Central de Nicaragua: Panorama monetario
(flujos en millones de córdobas)

Conceptos	Abril-Junio		
	Programa	Observado	Margen (+) Desvío (-)
Reservas Internacionales Brutas a/	12.4	71.8	59.4
Reservas Internacionales Netas a/	(4.1)	56.6	60.7
Reservas Internacionales Ajustadas a/	2.8	56.6	53.8
Reservas Internacionales Ajustadas	42.0	855.3	813.3
Política Fiscal	(556.2)	(732.9)	176.7
Depósitos gobierno	(779.4)	(373.6)	(405.8)
TEI gobierno	164.6	(279.3)	443.9
TEI empresas públicas	58.6	(80.0)	138.6
Política Monetaria	472.8	437.6	35.2
Recuperaciones bancarias	(211.6)	11.9	(223.5)
Títulos	250.5	354.7	(104.2)
Cuasi-Fiscal	319.2	201.3	117.9
Otros	114.7	(130.3)	245.0
Demanda de Base Monetaria	(41.4)	560.0	601.4
Numerario	(96.6)	(25.0)	71.6
Caja de bancos	(41.3)	44.6	85.9
Encaje	96.5	540.4	443.9
Memorandum			
Activos Domésticos Netos (ADN)	(138.7)	(880.0)	741.3
Reducción de deuda interna a/	20.5	18.2	(2.3)

a/ Cifras en millones de dólares americanos

obviando el exceso de encaje, la meta de reservas fue cumplida, a pesar del retraso en los ingresos derivados de la subasta de activos de los bancos liquidados.

Los márgenes obtenidos en el trimestre son los mismos acumulados a junio, debido a la revisión trimestral de las metas del programa que se realizó durante el mes de abril. Los resultados satisfactorios favorecen el alcance del punto de culminación de la iniciativa HIPC, para finales del presente año.

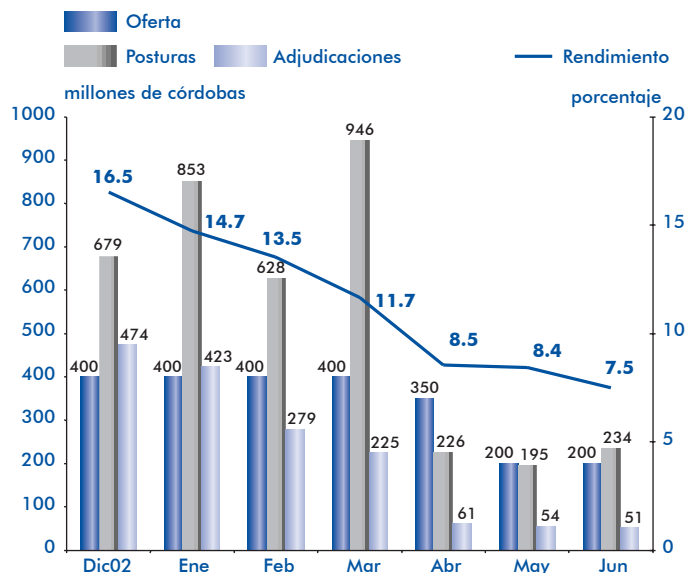
Decisiones de política monetaria

La política monetaria implementada continuó enmarcada en torno a reducir el nivel de endeudamiento del BCN, aumentar moderadamente la liquidez del sistema financiero, de tal suerte de no generar un exceso que pusiera en riesgo el cumplimiento de las metas de reservas internacionales, pero que impactara hacia la baja a las tasas de interés.

Asimismo, tanto la política de operaciones de asistencia al sistema financiero como la de encaje permanecieron inalteradas. La tasa de encaje se mantuvo en 19.25 por ciento, de los cuales 3.0 por ciento son remunerados y en julio, se implementará la reducción del encaje remunerado, a un ritmo de 0.5 por ciento mensual, con lo que a diciembre el encaje retornará a 16.25 por ciento. Debido a los excesos de liquidez presentes en el sistema financiero no fue necesaria la utilización de operaciones de asistencia de ningún tipo. Efectivamente, el sistema financiero presentó una tasa de encaje efectivo de 22.7 por ciento en moneda nacional y 19.7 por ciento en moneda extranjera, con lo que en el semestre, el promedio efectivo fue de 21.2 por ciento en moneda nacional y 19.9 por ciento en moneda extranjera.

Los altos niveles de encaje en moneda nacional (al 30 de junio, el sobre encaje fue C\$413.6 millones), se concentraron básicamente en dos bancos, ocasionándoles a estos una reducción en sus ingresos financieros (menores en 2.4% y 3.9%, respectivamente, con respecto a junio de 2002). Estas instituciones reaccionaron vía menores gastos financieros, mayores ingresos por comisiones, y menores gastos operativos.

Gráfico IV-1
Comportamiento del mercado de títulos valores
(millones de córdobas y porcentaje)



Colocación de títulos

El Consejo Directivo del BCN aprobó la creación y futura emisión de títulos estandarizados bajo las figuras de letras (títulos de corto plazo, vencimientos menores o iguales a un año) y bonos (títulos de mediano y largo plazo). Ambos tipos de instrumentos de deuda, son emitidos al portador bajo la modalidad de subasta, cotizados a descuento, denominados en dólares, pero pagaderos en córdobas al momento de su vencimiento. Las letras son cupón cero, diferenciándose de los bonos en el hecho que los últimos pagan cupones semestrales fijos. Los tramos de colocación y la periodicidad de las subastas estarán determinadas y autorizadas por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA).

Adicionalmente, el Consejo Directivo autorizó la primera de emisión de letras del BCN por un monto equivalente a 25 millones de dólares, con fecha de emisión de 01 de julio de 2003.

Los Certificados Negociables de Inversión (CENI), los Títulos Especiales de Inversión (TEI) y los Certificados de Depósito en Moneda Extranjera (BOMEX) continuaron siendo los instrumentos utilizados durante el primer semestre de 2003.

Consecuencia de los excedentes de liquidez del sistema financiero, principal tenedor de los títulos del BCN, las colocaciones en el mercado primario de CENI experimentaron una reducción en sus tasas de rendimiento de más de 400 puntos base durante el segundo trimestre de 2003, reducción que en el semestre es cercana a los 900 puntos base (la tasa promedio ponderada pasó de 16.5 en diciembre de 2002 a 7.5 en junio de 2003), a pesar de que en este periodo ha habido colocaciones netas por C\$8.1 millones (valor facial).

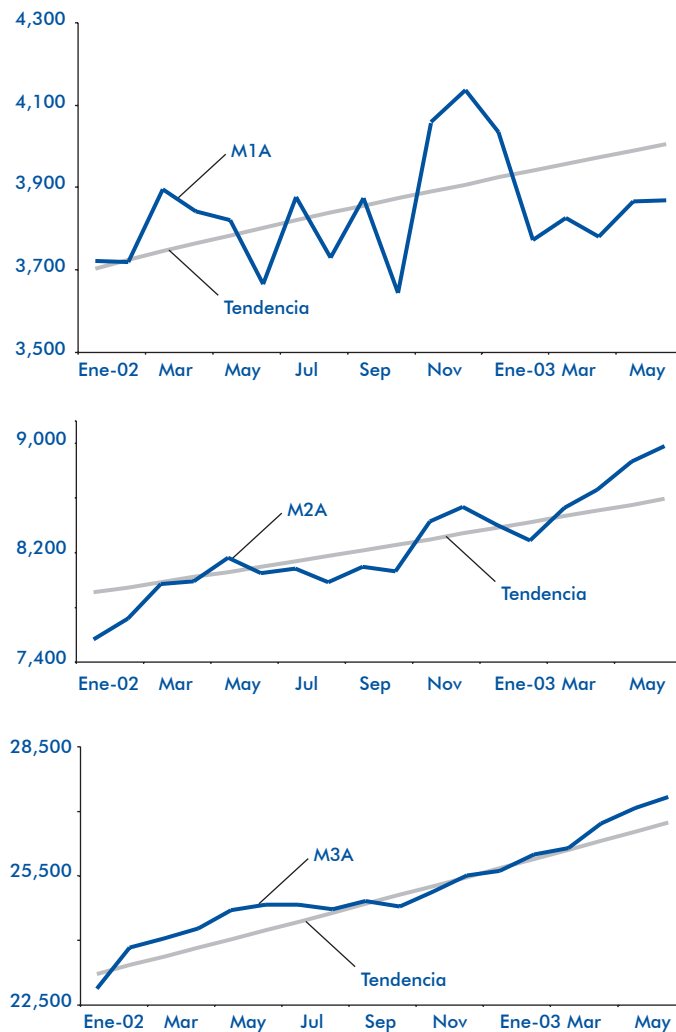
Adicionalmente, se redimieron el 77 por ciento (C\$102.1 millones, valor facial) de los CENI emitidos en 2001, en apoyo al sector cafetalero; el restante 23 por ciento serían redimidos en julio. También se redimieron bonos en moneda extranjera por C\$157.0 millones, valor facial; y se espera que en el futuro el uso de estos instrumentos disminuya considerablemente una vez que inicien las colocaciones de títulos estandarizados.

Por su parte, se captaron C\$80.0 millones, en concepto de colocaciones netas de TEI con el resto del sector público, con lo que en el periodo diciembre-junio las colocaciones netas ascendieron a C\$120.0 millones, valor precio. En la misma dirección el gobierno central adquirió TEI por C\$279.0 millones valor precio, de los cuales C\$222.0 millones son para honrar el pago de intereses de BPI en agosto, y el resto son provisiones para el pago del treceavo mes. Cabe señalar que las colocaciones o redenciones de TEI del gobierno no forman parte de la medición de reducción de deuda interna contenida en el programa con el FMI.

Agregados monetarios

A pesar de la caída de las tasas de interés pasivas, el nivel más amplio de agregados (M3A) permaneció encima de su tendencia, alcanzando una tasa de crecimiento interanual de 10.1 por ciento. Este comportamiento es el reflejo del nivel de confianza de los agentes económicos, así como de la reducción en las tasas de interés internacionales. El cumplimiento del programa financiero, la estabilidad bancaria de los últimos dos años y las valoraciones positivas de los organismos

Gráfico IV-2
Agregados monetarios M1A, M2A y M3A
(millones de córdobas)



internacionales sin dudas son elementos claves en la mayor confianza percibida en el público, la que se reflejó en el aumento de los depósitos totales, C\$2,380.6 millones.

Las expectativas positivas de los agentes económicos también se reflejan en la recomposición de sus portafolios de inversión, trasladándose de activos líquidos a activos con una menor liquidez, como los son los depósitos a plazo y de ahorro.

Como es de esperarse, producto de esta recomposición el comportamiento en el M1A y el M2A, muestran situaciones diferentes. La gráfica IV-2 muestra que el M1A se encuentra por debajo de su nivel de tendencia, debido a la sustitución de activos líquidos por activos menos líquidos realizado por los agentes producto de las menores tasas de interés devengadas por estos instrumentos de ahorro. A pesar de este hecho, el M1A muestra un crecimiento interanual del 5.5% debido a los aumentos del numerario (7.5%) y de los depósitos a la vista (3.8%). Por otra parte, el M2A mostró un mayor dinamismo (11.5%), con el repunte de los depósitos de ahorro (9.6%) y a plazo (24.6%).

Por último, los depósitos en moneda extranjera crecieron 3.2 por ciento, crecimiento menor al experimentado por los depósitos en córdobas. Con esa diferencia de crecimiento el grado de dolarización bajó apenas 0.8 por ciento, en relación al primer trimestre, manteniéndose el mismo alrededor del 72%.

Crédito y tasas de interés

El sistema financiero continuó recibiendo inyecciones de liquidez provenientes del aumento de depósitos y redenciones netas de títulos del BCN, principalmente. La mayor parte de estos recursos se dirigieron al crédito y al aumento de disponibilidades; en este segundo trimestre, el crédito aumentó C\$562.5 millones, y las disponibilidades C\$794.1 millones (entre ambos representaron el 90.5% del total de la variación de los activos). A junio, el crédito se expandió C\$ 988.6 millones (8.8%, con respecto a diciembre, 2002).

En cuanto a la composición de la cartera, esta no mostró cambios significativos con relación al primer trimestre. En general, la banca sigue dirigiendo el crédito hacia el consumo, y en menor medida a los sectores industrial o manufacturero, y al sector hipotecario.

Tabla IV - 2
Destino de los recursos
(variación en millones de córdobas)

Conceptos	2002		2003		
	I semestre	Total	I Trimestre	II Trimestre	I semestre
Crecimiento de los activos totales	2,236.2	2,844.6	1,299.7	1,498.4	2,798.2
Disponibilidades	313.9	440.0	532.0	794.1	1,326.0
depósitos en el exterior	137.9	(126.6)	302.0	116.3	418.3
Inversiones	2,252.3	2,252.8	366.3	77.2	443.6
Temporales	1,329.1	1,022.1	(370.1)	(43.6)	(413.8)
Banco Central	496.9	581.6	(162.8)	52.8	(110.0)
Gobierno	(54.1)	(19.5)	42.0	31.5	73.5
Permanentes	923.2	1,230.6	736.4	120.9	857.3
Banco Central	367.0	253.3	268.6	(400.4)	(131.9)
Gobierno	422.3	357.8	147.8	68.9	216.8
Crédito	78.2	1,422.6	426.1	562.5	988.6
Otros Activos	(408.2)	(1,270.7)	(24.6)	64.6	40.0

* Con respecto a diciembre del año anterior a la fecha de referencia
Fuente: Balances contables del sistema financiero (SIBOIF)

Tabla IV - 3
Composición porcentual de la cartera bruta del sistema financiero nacional*
 (porcentaje)

Conceptos	Jun -02	Dic -02	Mar-03	Jun -03
Comercial	25.5	26.3	26.4	25.1
Agrícola	16.4	17.5	16.2	15.2
Ganadero	2.2	2.2	2.2	2.1
Industrial	12.3	11.4	12.1	12.6
Personal	15.6	14.0	13.8	13.7
Tarjeta de Crédito	14.8	15.1	15.4	16.1
Vivienda	9.0	9.2	9.7	10.3
Otros	4.2	4.3	4.2	5.0

* Únicamente incluye instituciones activas
 Fuente: Gerencia Financiera, con datos de la SIBOIF

Durante el segundo trimestre, la cartera vencida a cartera bruta pasó de 3.54 a 3.86 por ciento y la razón de provisiones a cartera vencida disminuyó de 158.4 a 143.2 por ciento, el cual sigue siendo elevado.

Con referencia a las tasas de interés pasivas y activas, ponderadas por plazo y moneda, estas tendieron a la baja, disminuyendo 40 y 25 puntos base, respectivamente. A pesar de lo anterior el margen financiero se incrementó 16 puntos base (a junio de 2003, las tasas de interés se ubicaron en 11.9% para las operaciones activas y, en 6.4% para las pasivas).

Por último, comparadas al primer trimestre, las tasas pasivas disminuyeron en todos los plazos, especialmente en aquellos mayores a los seis meses, y en moneda nacional -el diferencial entre los depósitos en moneda nacional y moneda extranjera se ubicó en 45 puntos base-. Este comportamiento en las tasas de interés y en los depósitos en moneda nacional, podría explicarse por una menor percepción de riesgo en el corto plazo comparado con el mediano plazo. Esta percepción se asocia a las expectativas favorables, generadas por la alta probabilidad de que Nicaragua alcance el punto de culminación de la iniciativa de la HIPC a finales de este año (lo que mejoraría el perfil de endeudamiento del sector público); y también, debido al impacto positivo que genera dentro de la economía la futura firma de un tratado de libre comercio con los Estados Unidos de Norteamérica.

Gráfico IV-3
Comportamiento de tasas de interés pasivas
 (porcentaje)

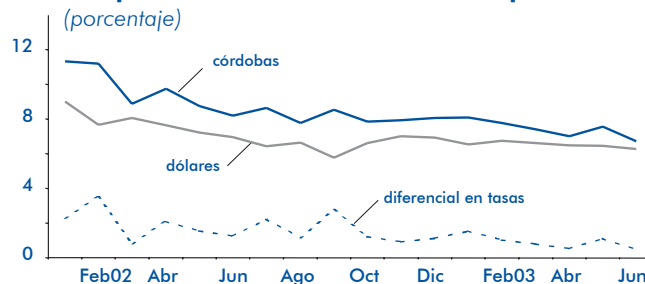


Gráfico IV-4
Comportamiento de tasas de interés activas
 (porcentaje)

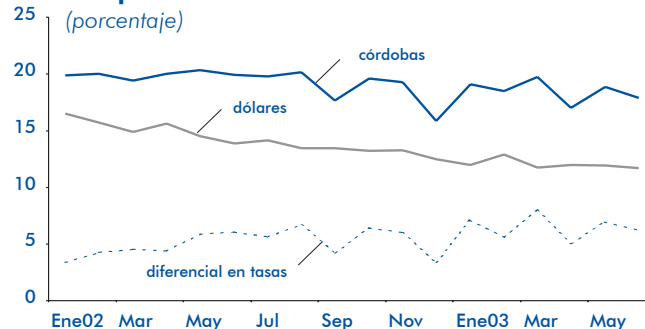


Gráfico IV-5
Curva de rendimiento promedio
 (depósitos en córdobas)
 (porcentaje)

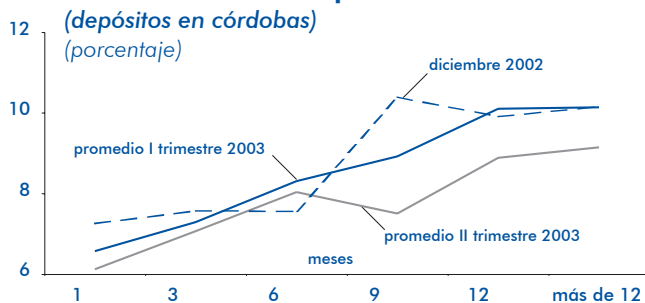
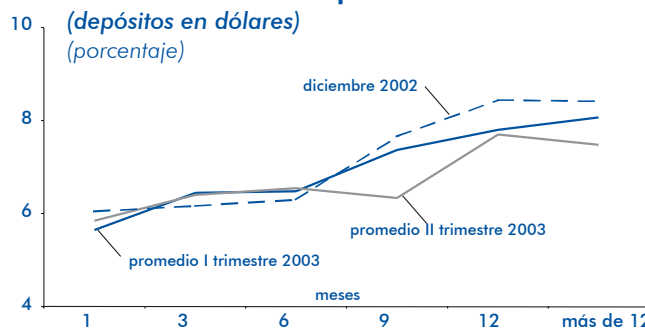


Gráfico IV-6
Curva de rendimiento promedio
 (depósitos en dólares)
 (porcentaje)



Sección V

Finanzas públicas

La política fiscal, en este segundo trimestre, continuó caracterizándose por preservar el objetivo de reducir el déficit fiscal, con niveles de gasto sostenible, pero dando prioridad al gasto en pobreza, y con políticas tributarias que permitan contar con un sistema impositivo más eficiente, simple de administrar y de mayor rendimiento.

Sobre el particular, en el mes de mayo, el Ejecutivo introdujo en el seno de la Asamblea Nacional dos leyes que simultáneamente fueron aprobadas; la Ley de Equidad Fiscal y la Ley de Modificación al Presupuesto de la República, con el objetivo de que los niveles de ingresos y gastos de 2003 fueran consistentes con las metas del programa financiero.

La modificación del presupuesto general de la república conllevó a un aumento neto de 303 millones de córdobas en el techo presupuestario, correspondiéndole de este monto 191 millones de córdobas a gastos corrientes y 112 millones de córdobas a gastos de capital.

Las adiciones al gasto corriente consistieron en ajustes de salario para los sectores de educación, salud, gobernación, defensa y justicia. Por su parte, el incremento para gastos de capital se asignó principalmente, al Ministerio de Transporte e Infraestructura, para la rehabilitación y mantenimiento de carreteras, a Entes Descentralizados y otras instituciones.

El financiamiento de esta reforma presupuestaria provendrá de mayores recaudaciones, que serán generadas por la reforma tributaria (Ley de Equidad Fiscal), de la cual se prevé genere ingresos adicionales hasta de 0.8 por ciento del PIB, durante este año.

Las principales reformas que introdujo la ley de equidad fiscal consistieron en la reducción de exenciones y exoneraciones del IVA, DAI e ISC, lo que permitirá introducir al sistema tributario mayor equidad y neutralidad, así

como el fortalecimiento de las bases gravables y de la recaudación. En esta misma línea la ley unificó la alícuota máxima del IR para las personas naturales y jurídicas, además de establecerse un pago mínimo para el IR, equivalente al 1 por ciento de los activos brutos, medida que pretende reducir la evasión.

La Ley de Equidad Fiscal también redujo la dispersión de tasas del ISC, que grava las importaciones de bienes suntuarios, y en materia de incentivos pro-exportadores, se redujo el monto mínimo del valor de exportación anual como requisito para acceder a la Ley de Admisión Temporal. Finalmente, la canasta básica quedó exenta del IVA, reservándose la tasa cero únicamente a las exportaciones.

En este período, las direcciones recaudadoras implementaron medidas administrativas, que tuvieron como objetivos reducir la evasión fiscal y el contrabando. Las medidas implementadas se focalizaron en auditorías conjuntas efectuadas a comerciantes e importadores, fortalecimiento de la vigilancia policial en los puestos fronterizos, inicio de un censo con el fin de actualizar el directorio de contribuyentes y se procedió al cierre de establecimiento por incumplimiento de las obligaciones fiscales.

Después de aprobarse los ajustes de salarios en el gobierno central, representantes de empleadores, trabajadores y del gobierno iniciaron durante este período un proceso de discusión, con el fin de ajustar la tabla del salario mínimo. La nueva tabla fue aprobada en julio y con vigencia a partir de agosto.

Las tarifas de agua potable fueron modificadas en el mes de junio aumentado en promedio un 7 por ciento. Este incremento corresponde a un ajuste por indexación, el cual había sido postergado desde principios de año. El ajuste por indexación se calcula a partir de variaciones en el precio de la energía eléctrica para bombeo, variación de los salarios promedios del sector, deslizamiento de la moneda y por la variación de los índices de precios al consumidor.

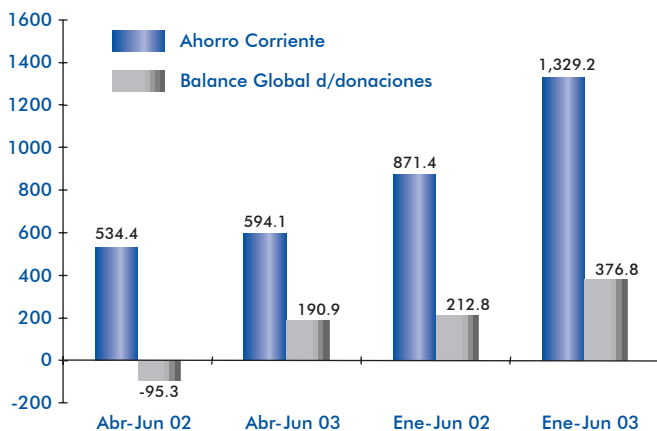
Resultados fiscales

En el segundo trimestre, el SPNF presentó un superávit de 191 millones de córdobas en el balance global después de donaciones, a pesar de una mayor ejecución del programa de inversión pública, el cual en su mayoría fue dirigido al sector social.

La mejora del balance global fue posible por un incremento del ahorro corriente y por un mayor flujo de donaciones externas, que en su mayoría se destinaron a financiar gastos de capital y gastos corrientes de programas de reducción de la pobreza.

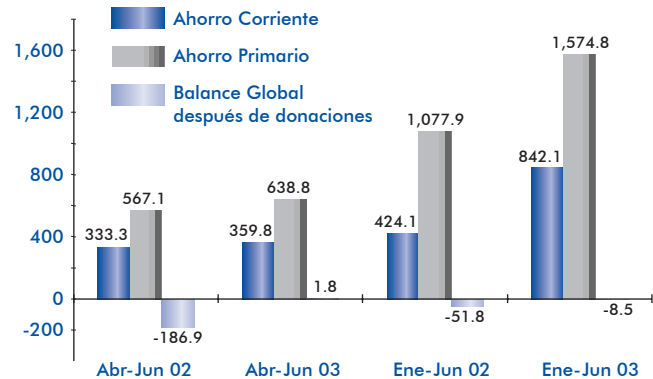
El ahorro corriente fue superior en 11 por ciento, con respecto a similar período del año anterior, siendo relevante en estos resultados un mayor crecimiento nominal de la recaudación fiscal, que la registrada en los gastos corrientes, políticas que pretenden conducir las finanzas públicas hacia un horizonte más sostenible.

Gráfico V-1
Balance global y corriente del SPNF
(millones de córdobas)



Las operaciones del gobierno central continuaron presentando la mayor parte del ajuste, lo que es posible visualizar en el mejoramiento del ahorro corriente primario, el cual fue superior en 13 por ciento, con relación al observado en 2002. El elemento clave ha sido el repunte en los niveles de recaudación, ya que el gasto corriente primario y el gasto de capital experimentaron crecimientos.

Gráfico V-2
Ahorro corriente, ahorro primario y balance global del gobierno central
(millones de córdobas)



El dinamismo observado en los ingresos se relaciona con la reforma tributaria implementada en septiembre del año pasado, con las modificaciones en el ISC de febrero de este año y por medidas administrativas implementadas, principalmente en el primer trimestre, las que permitieron un incremento de la recaudación, principalmente del impuesto sobre la renta. Los ingresos crecieron en este segundo trimestre 11 por ciento y en lo que va del año 16.7 por ciento.

Gráfico V-3
Ingresos del gobierno central
(millones de córdobas)



Los impuestos que en este trimestre mostraron tasas de crecimiento importantes, con respecto a similar período del año pasado, fueron el impuesto sobre la renta (46 por ciento), el selectivo al consumo de bienes importados (48 por ciento) y el del comercio exterior (7 por ciento).

A diferencia de los comportamientos antes señalados, la recaudación del IVA presentó un leve crecimiento del 1 por ciento y los ingresos con destino específico presentaron niveles inferiores a lo observado el año pasado. En el caso del IVA, el deterioro se puede atribuir a la extensión de la tasa cero a todos los productos de la canasta básica, situación que se revertirá a partir del segundo semestre con la aplicación de la Ley de Equidad Fiscal, y al comportamiento negativo que ha venido registrando la actividad comercial desde inicios del año.

Con respecto a los egresos, el gasto primario del sector público no financiero se expandió 14 por ciento, como resultado de los incrementos de salarios y por un repunte de la inversión pública, principalmente del gobierno central, la cual creció 22 por ciento. A lo largo del semestre, el aumento del gasto de capital se transfirió a programas de reducción de la pobreza, a proyectos de rehabilitación y mantenimiento de carreteras, protección de grupos vulnerables, fortalecimiento institucional de los sectores educación y salud, entre otros.

La mejora observada en los indicadores fiscales y la obtención de recursos externos concesionales contribuyó a que el gobierno central continuara acumulando recursos en el BCN, que durante el período totalizaron 653 millones de córdobas, acumulándose al cierre del primer semestre traslados netos por el orden de los 958 millones de córdobas. Así mismo, la positiva ejecutoria que presenta el flujo de caja permitió al gobierno amortizar la deuda interna y contribuir al fortalecimiento de las reservas internacionales.

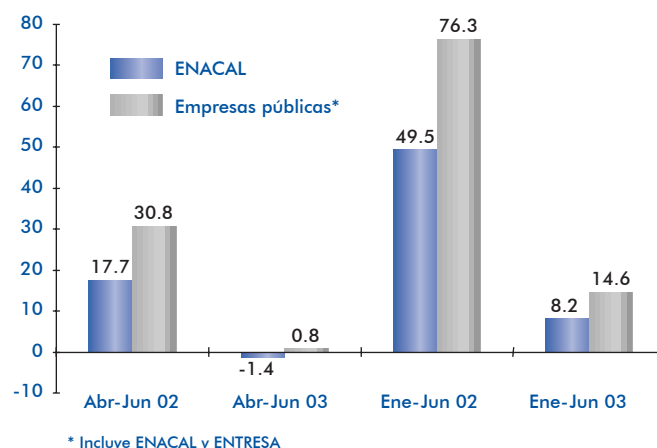
Las empresas públicas en este período exhibieron un flujo de caja que presenta un deterioro en la cuenta corriente, pero una mejor posición en el balance global después de donaciones. En particular, la Empresa Nicaragüense de Acueductos y Alcantarillados registró un déficit en cuenta corriente y un menor déficit global. El deterioro en el flujo de caja de esta empresa se ha presentado desde agosto del año pasado y ha sido motivado por una disminución de los ingresos por servicios, debido a un incremento de las pérdidas de agua y a un ajuste tardío en las tarifas. Esta situación se ha agudizado con un incremento del gasto de operación.

La Empresa Nicaragüense de Transmisión (ENTRESA) mostró una caída en los ingresos, la que estuvo asociada

a atrasos en los pagos por servicios de transmisión de parte de las empresas generadoras y distribuidoras. En adición, el gasto corriente se incrementó 6 por ciento contribuyendo al deterioro del ahorro corriente. Sin embargo, el déficit global se contrajo al reducirse el monto de las inversiones.

Al finalizar el semestre, las empresas públicas mostraron un ahorro corriente de apenas 0.3 millones de córdobas, aunque un menor déficit global después de donaciones, con respecto a similar período del año pasado. El primero fue determinado por un menor superávit operacional, el que fue inferior en un 81 por ciento, con relación a similar período del año anterior, y el segundo por un mayor flujo de transferencias externas.

Gráfico V-4
Balance de operación de las empresas públicas y ENACAL
(millones de córdobas)



El resto del sector público (INSS y ALMA) presentó un mejor desempeño en sus operaciones. El Instituto Nicaragüense de Seguridad Social aumentó el superávit corriente en 41 por ciento, pese al incremento registrado en el gasto de pensiones y prestaciones médicas. Este comportamiento se atribuye a un crecimiento de los ingresos por cotizaciones y de los intereses recibidos por inversiones financieras, así como por una reducción de los gastos administrativos y de capital. En lo que respecta a la Alcaldía de Managua la cuenta corriente se mantuvo en los mismos niveles del año pasado y el resultado global mostró un déficit, como resultado de un incremento de la inversión.

Reformas estructurales

En este período, se lograron avances en la implementación del plan de recuperación de los activos recibidos por el Banco Central y provenientes de los bancos intervenidos. La firma seleccionada para la venta de los créditos y los bienes inmuebles inició las primeras subastas, con resultados satisfactorios. Este proceso de recuperación de activos se estima sea concluido en agosto del 2003. Por otra parte, con la selección del nuevo Superintendente de Pensiones y avances en la modificación de la estructura organizacional de esta institución se logró el establecimiento del marco jurídico de todas las normativas técnicas, referente a las negociaciones con grupos financieros para la constitución de las Administradoras de Fondos de Pensiones.

Los esfuerzos encaminados a desincorporar la restante participación gubernamental en ENITEL se vieron fortalecidos con la decisión del gobierno de Nicaragua de adjudicarle al banco francés BNP (Paribás) un contrato para que realice la venta del 49 por ciento de las acciones de ENITEL que todavía pertenecen al Estado (con lo que se culminaría el proceso de privatización de la empresa de telecomunicaciones). Por su parte, el Banco Mundial confirmó la aprobación de esta decisión y se estima que la venta de las acciones se efectúe a finales de noviembre el año en curso. La venta del 49 por ciento de ENITEL es un compromiso adquirido por el gobierno con el Fondo Monetario Internacional (FMI), como requisito para acceder a la condonación del 80 por ciento de la deuda externa dentro del marco de la HIPC.

Con el objetivo de contribuir a la reducción del déficit fiscal, aumentar la calidad del sistema tributario y fortalecer la estrategia de desarrollo, la Asamblea Nacional aprobó la Ley de Equidad Fiscal y su reglamento. El ámbito de la Ley no aglutina solamente lo tributario, sino que también abarca el aspecto fiscal, con leyes que el poder ejecutivo deberá presentar seis meses después de la entrada en vigencia de la presente ley. Las iniciativas están referidas a la Ley de Responsabilidad Fiscal, Ley de Carrera Administrativa y el Código Tributario, lo que constituye un marco más integral, que el ámbito tributario.

Por otra parte, la Asamblea Nacional sancionó la Ley de Solvencia Municipal fortaleciendo la autonomía municipal en el marco del proceso de descentralización. Esta medida también apoyará los esfuerzos de los gobiernos municipales de hacer efectiva la recaudación de los impuestos municipales. Asimismo, con el fin de asegurar el sostenimiento financiero para el mantenimiento de la red vial se aprobó el reglamento de la Ley del Fondo de Mantenimiento vial (FOMAV).

Ley de Equidad Fiscal

En 2003, uno de los puntos de la agenda económica, continuó siendo el aspecto tributario.

Los esfuerzos en esta materia iniciaron en octubre de 2002, con la aprobación de la Ley de Ampliación de la Base Tributaria, mediante la cual se ampliaron las bases gravables, al haberse eliminado algunas exoneraciones, principalmente para los bienes importados, además de propiciarse un sistema más eficiente.

Sin embargo, aún con los avances logrados, el sistema impositivo continuó mostrando tratamientos e incentivos fiscales preferenciales, lo que conllevó a plantear una segunda etapa de reforma tributaria, con una visión más integral y cuyos beneficios se tradujeran en un mayor saneamiento de las finanzas públicas, con un impacto positivo en la brecha de la balanza comercial.

De esta forma, a fin de avanzar en el mejoramiento del sistema impositivo, el ejecutivo introdujo a la Asamblea Nacional un paquete de reformas impositivas las cuales se integraron en la Ley de Equidad Fiscal (Ley No.453).

Entre las medidas más importantes aprobadas en este nuevo paquete tributario se encuentran: la unificación de la alícuota máxima del impuesto sobre la renta, tanto para las personas jurídicas como naturales, para ello, se procedió agregar un estrato adicional para ingresos mayores de 500 mil córdobas, al cual se le aplicó una tasa de 30 por ciento. Como medida complementaria se permitió la deducción del pago de la seguridad social para la base del cálculo del IR, lo que representará

una pérdida en la recaudación. Debido a que muchos contribuyentes en los últimos años han declarado renta negativa se estableció un pago mínimo por IR equivalente al 1 por ciento del total de activos brutos, con acreditación de anticipos y retenciones. En el caso de las entidades financieras este pago mínimo se determinará sobre el saldo promedio mensual de los depósitos y la tasa para su cálculo es de 0.6 por ciento anual. La medida excluye aquellas empresas cuyo saldo promedio de activos sea menor a 150,000 dólares y con menos de tres años de estar operando.

Asimismo, se procedió a gravar la renta financiera, para la cual se aplicará una retención del 10 por ciento sobre los intereses devengados por depósitos de ahorro y a plazo de personas naturales, cuyo saldo excedan los 5,000 dólares. El porcentaje de los depósitos con saldos equivalentes o inferiores a este monto supera el 85 por ciento, del total de depósitos. Adicionalmente, y siempre con el objetivo de fortalecer las bases gravables del IR se creó una retención en la fuente del 20 por ciento para el pago de servicio de no residentes salvo acuerdos y convenios internacionales.

Las reformas del IVA incluyeron la derogación de exoneraciones y exenciones, excepto las constitucionales, por tratados internacionales y para las exportaciones. Esta medida conllevó a una redefinición y control de las exenciones y exoneraciones y a una ampliación de la base de tributación. La aplicación del régimen de tasa cero quedó únicamente para las exportaciones, pasando los productos de la canasta básica de tasa cero a exentos.

Por su parte, en el Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) se estableció reducir la dispersión de tasas sobre importaciones de suntuarios, excepto la industria fiscal,

vehículos automotores y combustibles. El objetivo de esta medida fue simplificar la administración tributaria. El número de tasas fue reducida de 14 a cuatro tasas (10, 15, 20 y 25 por ciento).

La Ley también contempló incentivos pro-exportadores, al facilitar que más exportadores pueden incorporarse al régimen de Admisión Temporal. El mecanismo consistió en reducir de 100 a 50 mil dólares el monto mínimo de exportación anual, como requisito para acceder a dicha ley. Sectores como la pequeña y mediana industria y productores agrícolas se verán beneficiados con la puesta en vigencia de esta medida. De la misma forma, la Ley permite el método de depreciación acelerada de activos fijos sólo para exportadores acogidos a la Ley de Admisión Temporal, el resto de sectores se regirá por el método de línea recta. Lo que se pretende es incentivar la inversión en el sector exportador. Por otra parte, la implementación de la Ley de Equidad Fiscal y de medidas administrativas producirán efectos positivos en la recaudación, a partir del segundo semestre. Los ingresos adicionales para este período se han estimado 510 millones de córdobas.

Cabe señalar que una parte de los ingresos adicionales financiarán la reforma presupuestaria acordada con el Poder Legislativo (302 millones de córdobas), y a la vez cumplir con el compromiso de asignar mayores recursos a gastos para la reducción de la pobreza.

Cuadro V-1
Balance consolidado del SPNF 1/
(millones de córdobas)

Conceptos	Abril-Junio			Enero-Junio		
	2002	2003 p/	Variación	2002	2003 p/	Variación
			<i>porcentual</i>			<i>porcentual</i>
1. Ingresos	2,723.7	3,054.3	12.1	5,443.5	6,268.7	15.2
Corrientes	2,718.0	3,050.6	12.2	5,434.6	6,262.4	15.2
De capital	5.7	3.7	(34.3)	8.9	6.3	(29.3)
2. Gastos	3,356.3	3,849.9	14.7	6,416.0	7,223.2	12.6
Corrientes	2,183.6	2,456.6	12.5	4,563.2	4,933.1	8.1
De capital	1,172.7	1,393.3	18.8	1,852.8	2,290.1	23.6
			<i>absoluta</i>			<i>absoluta</i>
3. Ahorro corriente	534.4	594.1	59.7	871.4	1,329.2	457.9
4. Balance global (1-2)	(632.6)	(795.6)	(162.9)	(972.5)	(954.5)	18.0
5. Donaciones	537.3	986.4	449.1	1,185.3	1,331.4	146.1
6. Balance global (-) después de donaciones (4+5)	(95.3)	190.9	286.2	212.8	376.8	164.0
7. Financiamiento	95.3	(190.9)	(286.2)	(212.8)	(376.8)	(164.0)
Externo neto	489.0	941.2	452.2	637.8	1,347.0	709.2
Interno neto	(456.8)	(1,132.1)	(675.3)	(913.7)	(1,723.9)	(810.1)
Del cual: BCN	(102.0)	(652.9)	(550.9)	(626.8)	(1,116.8)	(490.0)
Ingresos de privatización	63.1	0.0	(63.1)	63.1	0.0	(63.1)

p/ : Preliminar

1/ : Incluye gobierno central, INSS, ALMA, ENTRESA, ENACAL

Fuente : MHCP, BCN, INSS, ALMA, ENTRESA, ENACAL

Cuadro V-2
Operaciones del gobierno central
(millones de córdobas)

Conceptos	Abril-Junio			Enero-Junio		
	2002	2003 p/	Variación	2002	2003 p/	Variación
			<i>porcentual</i>			<i>porcentual</i>
1. Ingresos	2,059.4	2,282.3	10.8	4,062.7	4,737.7	16.6
Corrientes	2,053.7	2,278.6	10.9	4,054.0	4,731.4	16.7
De capital	5.7	3.7	(34.2)	8.7	6.3	(27.6)
2. Gastos	2,710.9	3,132.2	15.5	5,167.0	5,899.1	14.2
Corrientes	1,720.4	1,918.8	11.5	3,629.9	3,889.3	7.1
De capital	990.5	1,213.4	22.5	1,537.1	2,009.7	30.7
Concesión de préstamos netos	0.0	0.0		0.0	0.0	
			<i>absoluta</i>			<i>absoluta</i>
3. Ahorro corriente	333.3	359.8	26.5	424.1	842.1	418.0
4. Balance global a/donaciones (1-2)	(651.5)	(849.8)	(198.3)	(1,104.4)	(1,161.3)	(57.0)
5. Donaciones a/	464.6	851.7	387.1	1,052.6	1,152.8	100.3
6. Balance global después de donaciones (4+5)	(186.9)	1.8	188.8	(51.8)	(8.5)	43.3
7. Financiamiento	186.9	(1.8)	(188.8)	51.8	8.5	(43.3)
Externo neto	373.7	902.9	529.1	501.7	1,277.1	775.4
Interno neto	(249.9)	(904.7)	(654.8)	(513.0)	(1,268.6)	(755.6)
Del cual: BCN	(102.0)	(652.9)	(550.9)	(626.8)	(958.5)	(331.7)
Ingresos de privatización	63.1	0.0	(63.1)	63.1	0.0	(63.1)

p/ : Preliminar

a/ : En el 2002 y 2003 incluye alivio interino.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Cuadro V-3
Ingresos y gastos del gobierno central
 (millones de córdobas)

Conceptos	Abril-Junio			Enero-Junio		
	2002	2003 p/	Variación %	2002	2003 p/	Variación %
Ingresos Totales (Excluye donaciones)	2,059.4	2,282.3	10.8	4,062.7	4,737.7	16.6
Ingresos corrientes	2,053.7	2,278.6	10.9	4,054.0	4,731.4	16.7
Ingresos tributarios	1,972.1	2,234.0	13.3	3,896.5	4,616.6	18.5
Sobre la renta	323.9	471.2	45.5	698.6	1,079.3	54.5
Impuesto al valor agregado	377.5	382.1	1.2	767.2	751.1	(2.1)
Impuesto selectivo al consumo	551.1	619.6	12.4	1,075.8	1,200.1	11.6
Importaciones	601.6	643.1	6.9	1,145.9	1,350.6	17.9
Otros	117.9	118.2	0.3	208.9	235.4	12.7
Ingresos no tributarios	81.7	44.6	(45.4)	157.5	114.8	(27.1)
Ingresos de capital	5.7	3.7	(34.2)	8.7	6.3	(27.6)
Gasto total y concesión de préstamos netos	2,710.9	3,132.2	15.5	5,167.0	5,899.1	14.2
Gastos corrientes	1,720.4	1,918.8	11.5	3,629.9	3,889.3	7.1
Sueldos y salarios	577.0	659.4	14.3	1,114.6	1,259.9	13.0
Compra de bienes y servicios	268.2	331.1	23.5	644.2	636.4	(1.2)
Pago de intereses	233.7	279.0	19.4	653.8	732.7	12.1
deuda interna	85.5	83.2	(2.7)	291.4	317.5	9.0
deuda externa	148.3	195.9	32.1	362.4	415.2	14.6
Transferencias	641.5	649.3	1.2	1,217.3	1,260.3	3.5
Gastos de capital	990.5	1,213.4	22.5	1,537.1	2,009.7	30.7
Formación de capital fijo	541.6	792.6	46.4	903.9	1,246.0	37.9
Transferencias	448.9	420.8	(6.3)	633.2	763.7	20.6

p/ : Preliminar
 Fuente: MHCP

Cuadro V-4
Operaciones del resto del gobierno general ^{a/}
 (millones de córdobas)

Conceptos	Abril-Junio			Enero-Junio		
	2002	2003 p/	Variación %	2002	2003 p/	Variación %
1. Ingresos	685.8	833.8	21.6	1,416.0	1,634.7	15.4
Corrientes	685.8	833.8	21.6	1,415.8	1,634.7	15.5
De capital	0.0	0.0	(69.7)	0.2	0.0	(98.7)
2. Gastos	530.9	644.3	21.4	1,093.8	1,221.0	11.6
Corrientes	508.4	593.4	16.7	1,031.6	1,147.8	11.3
De capital	22.5	50.9	126.7	62.2	73.2	17.7
3. Ahorro corriente	177.4	240.4	35.6	384.2	486.8	26.7
4. Balance global (1-2)	154.9	189.5	22.3	322.2	413.6	28.4
5. Donaciones	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
6. Balance global(-) después de donaciones (4+5)	154.9	189.5	22.3	322.2	413.6	28.4
Financiamiento externo	6.7	6.4	(3.9)	6.7	9.0	34.9
Financiamiento interno	(161.6)	(195.9)	21.3	(328.9)	(422.6)	28.5
Banco Central y resto sistema financiero	(128.4)	(369.0)	187.4	(249.1)	(639.2)	156.6
Financiamiento no bancario	(33.2)	173.1	(621.7)	(79.8)	216.6	(371.4)

p/ : Preliminar

a/ : Incluye INSS y ALMA, excluye municipalidades.

Fuente: INSS y ALMA.

Cuadro V-5
Operaciones consolidadas de las empresas
de utilidad pública
(millones de córdobas)

Conceptos	Abril-Junio			Enero-Junio		
	2002	2003 p/	Variación	2002	2003 p/	Variación
			<i>porcentual</i>			<i>porcentual</i>
1. Ingresos	194.8	171.5	(12.0)	382.1	356.9	(6.6)
Corrientes	186.5	169.7	(9.0)	366.0	344.6	(5.8)
De capital	8.2	1.8	(77.9)	16.0	12.2	(23.7)
2. Gastos	330.8	306.7	(7.3)	572.4	563.7	(1.5)
Corrientes	162.8	175.9	8.0	302.9	344.3	13.7
De capital	168.0	130.8	(22.1)	269.5	219.4	(18.6)
			<i>absoluta</i>			<i>absoluta</i>
3. Ahorro corriente	23.7	(6.2)	(29.9)	63.1	0.3	(62.8)
4. Balance global(1-2)	(136.0)	(135.2)	0.8	(190.3)	(206.8)	(16.5)
5. Donaciones	72.8	134.8	62.0	132.7	178.5	45.8
6.-Balance global (-) después de donaciones (4+5)	(63.2)	(0.5)	62.8	(57.6)	(28.3)	29.3
Financiamiento externo	108.6	31.9	(76.6)	129.4	60.9	(68.6)
Financiamiento interno	(45.3)	(31.5)	13.9	(71.9)	(32.6)	39.3

p/ : Preliminar
Fuente: ENTRESA y ENACAL.

Sección VI

Sector externo

La economía internacional durante este trimestre no ha presentado indicios de una sólida recuperación, de manera que la tendencia de los principales indicadores macroeconómicos en los países desarrollados ha sido ambigua. Los niveles de desempleo continúan por encima de los niveles óptimos en los Estados Unidos y países de Europa. Asimismo, no se esperan crecimientos fuertes en el segundo semestre para estos países. De hecho, el conflicto bélico en Medio Oriente ha afectado el desempeño económico y las expectativas de crecimiento de la economía mundial para el presente año. Uno de los principales efectos fue el deterioro de los términos de intercambio de los países importadores de petróleo, por el aumento de su precio en más del 30 por ciento, y por la aún persistente situación de precios bajos de los productos agrícolas en los mercados internacionales.

En el contexto nacional, lo anterior no produjo cambios en la brecha comercial de este trimestre, muy similar a la registrada en 2002 que fue de US\$ 243 millones. Sin embargo, en el acumulado se observa una ampliación de la misma en US\$ 17.4 millones equivalente a un 3.6 por ciento mayor, como consecuencia de una mayor disminución de las exportaciones que de las importaciones, las cuales decrecieron a pesar del impacto del precio del petróleo.

Gráfico VI-1
Índice de precios de comercio exterior
Enero 2001 - Junio 2003
(variación porcentual interanual)

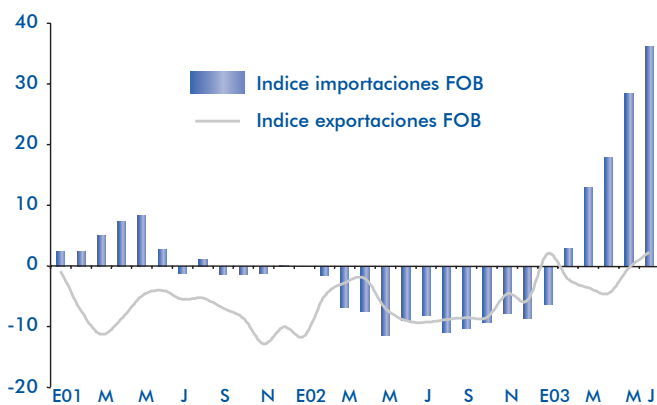
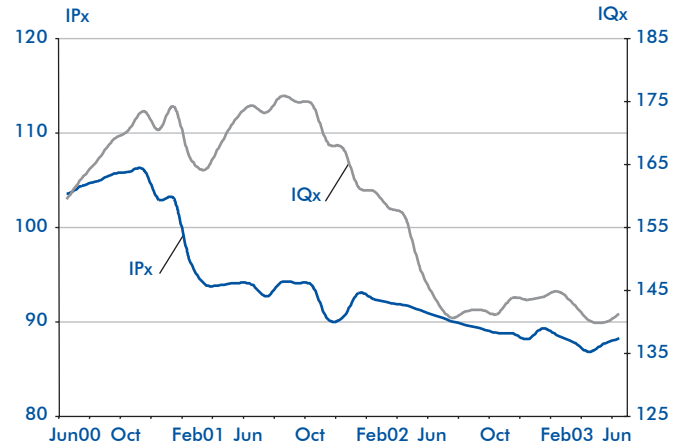


Gráfico VI-2
Índice de precio (IPx) y cantidad (IQx)
promedio 12 meses de productos
de exportación tradicionales



En la disminución de las exportaciones incidieron factores relacionados con los bajos niveles de rentabilidad del sector agropecuario, afectado tanto por la permanencia de los bajos precios internacionales, y sin expectativas a mejorar en el corto plazo, como por aumentos de costos de producción. Asimismo, pero en menor grado, afectó la desaceleración económica de los principales socios comerciales.

De manera agregada, la evolución del quantum de las exportaciones ha reflejado una disminución a partir de finales de 2002, estrechamente relacionada con la disminución de la oferta crediticia al sector agro-exportador para el ciclo 2002-03 y el incremento en los costos de producción, principalmente transporte y mano de obra. En cambio, el índice de precios de los productos tradicionales presenta una leve mejoría con respecto al año pasado, pero aún se encuentra en uno de los niveles más bajo de los últimos 5 años.

Exportaciones de bienes

El total de exportaciones en el trimestre fue de US\$ 151.2 millones, menor en US\$8.3 millones (equivalente al 5.2 por ciento) al del año pasado. Las exportaciones de los productos tradicionales reflejaron un incremento del 3.2 por ciento con respecto a 2002, a pesar de observarse una disminución de las cantidades embarcadas de productos

Gráfico VI-3 Exportaciones e importaciones acumuladas 12 meses

(millones de dólares)



como ajonjolí, oro y langosta. La disminución en el volumen exportado fue compensada por mejores precios. Entre los productos que registraron un mejoramiento de precio están el café, azúcar, oro y plata. El precio del oro fue fuertemente beneficiado por las fluctuaciones e inestabilidades de los mercados bursátiles y los altos precios del petróleo. En forma general, durante el trimestre se observaron fluctuaciones en los precios de los productos exportables debido a estacionalidades propias del período pero no se observó una mejoría consistente.

En cambio, los productos no tradicionales presentaron una fuerte disminución del 14 por ciento, principalmente en los productos manufacturados. Este descenso en la dinámica del sector manufacturero está asociado principalmente a las menores exportaciones de los sectores de la industria textil y de la madera, así también a las menores ventas de productos metálicos y salidas de equipos y maquinarias para la construcción. En cambio, los productos agropecuarios no tuvieron cambios importantes a nivel agregado, aunque productos como el ganado en pie y tabaco presentaron fuertes disminuciones, los cuales fueron compensadas por mayores colocaciones de frijol a Costa Rica y de otros productos de origen agropecuario a Honduras y Estado Unidos.

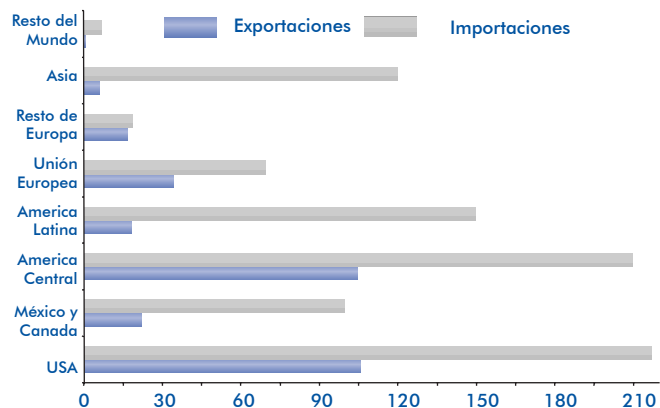
A la fecha, se ha observado un cambio en la dirección del comercio, como consecuencia del aumento del costo de transporte internacional producto del conflicto bélico en Medio Oriente. Productos como el café, que

tradicionalmente tenía como principal destino países de Europa, fue colocado en mayor porcentaje en los Estados Unidos. En otros casos, la aparición y consolidación de nuevos mercados está ocurriendo en detrimento de los mercados tradicionales debido a problemas en la colocación de los productos nacionales en los mismos. Por ejemplo, en el caso de la carne, por razones administrativas del TLC con México, principalmente con la ubicación de los puntos de inspección fitosanitaria distintos a los puestos de aduana, se ha encarecido la exportación a dicho mercado, situación que ha sido contrarrestada por incrementos en las ventas a Puerto Rico, y el establecimiento de nuevos mercados potenciales, como Taiwán y Japón. Asimismo, la saturación del mercado estadounidense de productos del mar (camarón y langostas) provenientes de Tailandia, y el establecimiento de nuevas normas técnicas ha inducido a cambios en la estrategia de comercialización observándose un mayor intercambio comercial con países Asiáticos, entre los que figuran Corea del Sur y la provincia de Hong Kong.

Importaciones de bienes

Las importaciones FOB, durante este trimestre, fueron de US\$ 393.8 millones, 2.2 por ciento menores a las de 2002, con una disminución del 5.3 por ciento respecto al trimestre anterior. Este efecto se debe a un incremento en la tasa efectiva arancelaria, especialmente en los bienes de capital la cual se vio incrementada en un 20 por ciento.

Gráfico VI-4 Comercio exterior por regiones y países (Ene - Jun 2003) (millones de dólares)



Asimismo, se observó una fuerte reducción de los bienes de capital que fue compensado por un incremento en los bienes de consumo, intermedio y petróleo.

La reducción en las importaciones de los bienes de capital fue de US\$ 38.2 millones, es decir 35 por ciento menores a las del año pasado. Esta disminución se atribuye a una contracción en los gastos de gobierno -en este tipo de bienes- y en la inversión privada. En el acumulado, la reducción de los bienes de capital fue de US\$ 70.2 millones, es decir 31 por ciento menor a las del año pasado. Los bienes más afectados fueron los destinados a la industria con una variación negativa de US\$ 41.2 millones, siendo las importaciones de Estados Unidos y la Unión Europea las más afectadas, las cuales disminuyeron en US\$ 29.1 y US\$ 6.9 millones respectivamente. Por otra parte, las adquisiciones de equipos médicos por parte del Ministerio de la Salud y organizaciones no gubernamentales, también mostraron una reducción de US\$ 18 millones en lo que va del año.

Las importaciones de vehículos provenientes de Japón, Corea y Estados Unidos, se redujeron de US \$ 39.9 a US \$ 24.1 millones. Dicha reducción se aduce a la aplicación de la nueva ley fiscal relacionada con adquisiciones de autos. Al mismo tiempo, la maquinaria y herramienta agrícola originaria en su mayoría de Estados Unidos, experimentaron una reducción de US \$ 4.1 millones.

A su vez, las importaciones de bienes de consumo así como los intermedios presentaron crecimiento. Los bienes de consumo, incrementaron en US\$ 10.5 millones. En lo que va del año la importación de bienes de consumo duraderos han sido la de mayor crecimiento con US \$ 12.5 millones, atribuido en gran parte a la ampliación de los servicios de telefonía celular. Por otro lado, los bienes intermedios aumentaron US \$ 14.8 millones con relación al año pasado, siendo los bienes para las industrias de tabaco y farmacéutica los que tuvieron mayor dinamismo.

Finalmente, las importaciones de petróleo, combustibles y lubricantes presentaron un incremento del 11.5 por ciento. A la fecha las importaciones de estos rubros se han incrementado en US\$ 41.9 millones de las cuales, las importaciones de crudo han aumentado en US \$33.9 millones, y las de combustibles en US \$18.4 millones. En el caso del crudo, los precios promedios

aumentaron de US \$23.43 a US \$ 32.35, es decir un 38 por ciento con respecto a 2002. El efecto del alza de precios representa el 70 por ciento del incremento de estas importaciones. Asimismo, el volumen de importaciones de crudo también aumentó contra el año pasado en un 12 por ciento. En cuanto a las importaciones de combustibles y lubricantes el aumento se explica por el incremento de los precios en un 20 por ciento y un aumento en los volúmenes de aproximadamente 50 por ciento. Por otra parte, es importante mencionar que como resultado de la crisis en Venezuela, a principios de este año, se reflejó una redirección en las importaciones de petróleos y combustibles, al demandarse mayores importaciones procedentes de Estados Unidos y Centroamérica que representaron el 42 por ciento del total, casi el doble de lo que se importaba en años anteriores.

Balanza de servicios

El balance de servicios durante el segundo trimestre fue deficitario en US\$ 6.3 millones, muy similar al valor registrado en el 2002. Sin embargo, tanto las exportaciones como las importaciones de servicios no factoriales aumentaron en 8 por ciento. Entre los aumentos de los ingresos sobresalen los de turismo, zona franca y comunicaciones internacionales. Por parte de los egresos, los principales aumentos fueron los costos de fletes y seguros, los pasajes aéreos y los gastos de viaje al exterior.

Gráfico VI-5
Ingreso por turismo
(millones de dólares)

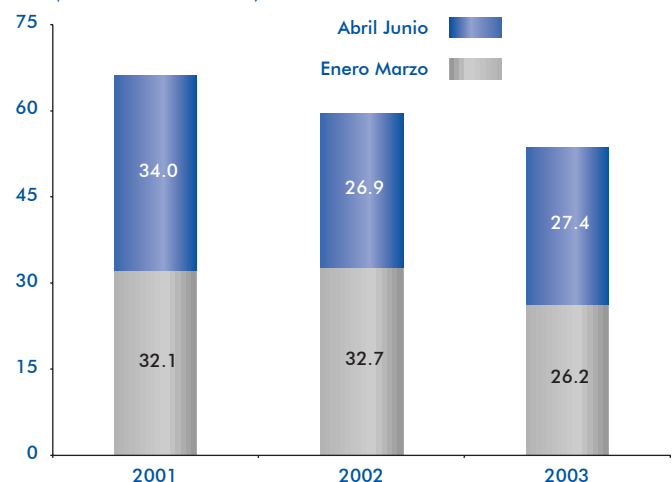
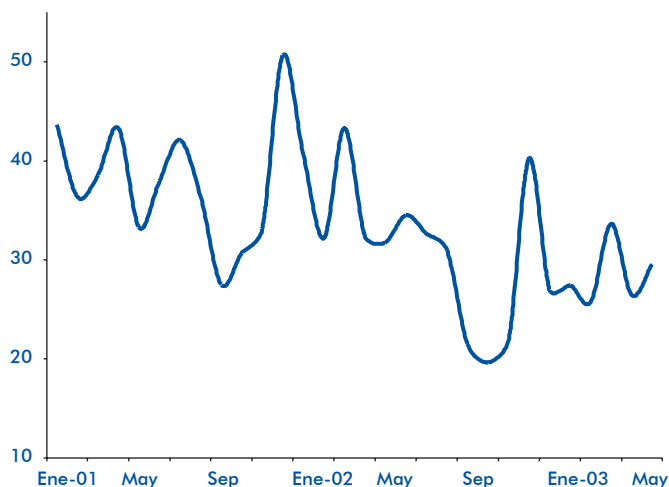


Gráfico VI-6
Entradas de turistas
(miles de personas)



Según reportes preliminares, en este trimestre, las operaciones de zona franca han generado exportaciones por el orden de los 93 millones, 15 por ciento mayor a lo exportado el año anterior. El número de empresas inscritas al mes de junio presentaron un incremento del 26 por ciento, lo que favorecerá las exportaciones en el segundo semestre cuando empiecen su funcionamiento a nivel de la capacidad instalada. Actualmente la zona franca industrial está generando empleos para 42,500 personas y se proyecta que para finales del año esta cifra ascienda a 50,000 empleos.

La perspectiva de que la economía estadounidense, principal destino de la producción de las zonas francas, tenga un crecimiento del 2.4 por ciento es un punto positivo que podría favorecer una mayor demanda de la producción. Asimismo, durante los primeros seis meses del año se observó una mejoría en el índice de consumo textil en un 1.7 por ciento con relación al 2002.

Las remesas familiares presentaron un incremento del 2.3 por ciento con respecto al segundo trimestre del 2002. En el acumulado se observa un incremento del 6.5 por ciento. Los principales países de procedencia a la fecha, continúan siendo Estados Unidos y Costa Rica.

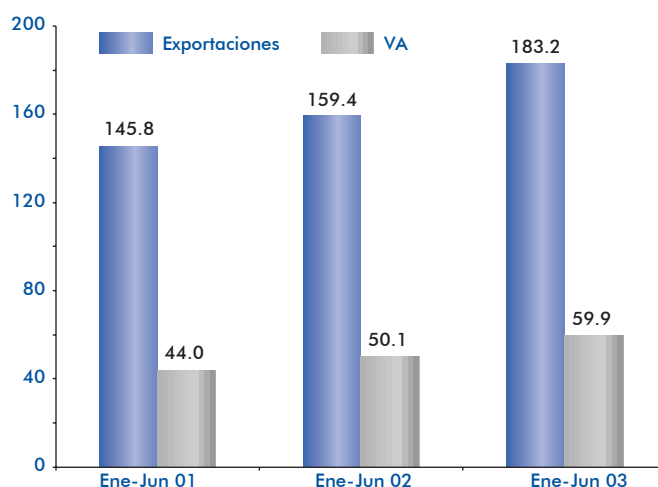
Los flujos provenientes de Estados Unidos son US\$ 138.68 millones, representando el 70 por ciento de las remesas totales. De Costa Rica se estiman que son de

53.6 millones de dólares, cifra similar a la reportada por el Banco Central de ese país. Se estima que la población nicaragüense en este país asciende a 400 mil individuos, empleados en las ramas agrícolas, construcción y trabajos domésticos.

Según datos del Ministerio del Trabajo y Seguridad Social (MTSS) de Costa Rica, se ha observado una disminución del trabajo agrícola, pues el café y la caña tienen serios problemas, de igual forma, indican que dentro del desempleo global del 13.7 por ciento la comunidad nicaragüense participa con el 8.8 por ciento. Asimismo, el índice de desempleo global en Estados Unidos se vio incrementado a 6.4 por ciento, y el desempleo latino se vio incrementado a 8.4 por ciento. Sin embargo, los niveles de remesas se mantuvieron, debido a que muchos de los trabajadores inmigrantes se ubican en categorías de subempleo, con trabajos de tipo temporal.

El ingreso de turistas al país durante el año, se vio afectado por las situaciones de inestabilidad política y el conflicto bélico de Estados Unidos con Iraq. La afluencia de turistas norteamericanos no presentó crecimiento, en cambio la afluencia de turistas europeos y sur americanos que hacen tránsito por Estados Unidos, se vio considerablemente disminuida en lo que va de 2003. La pérdida en divisas se estima en un 20 por ciento.

Gráfico VI-7
Indicadores zona franca
(millones de dólares)



Resultado de lo anterior se observó un déficit de cuenta corriente de 180.5 millones de dólares, un 5.5 por ciento menor al del año pasado. Este déficit fue financiado principalmente por mayor flujo de financiamiento dirigido al sector público no financiero y a través del financiamiento excepcional, el cual ha favorecido el incremento de las reservas internacionales netas.

Recursos externos y deuda externa pública

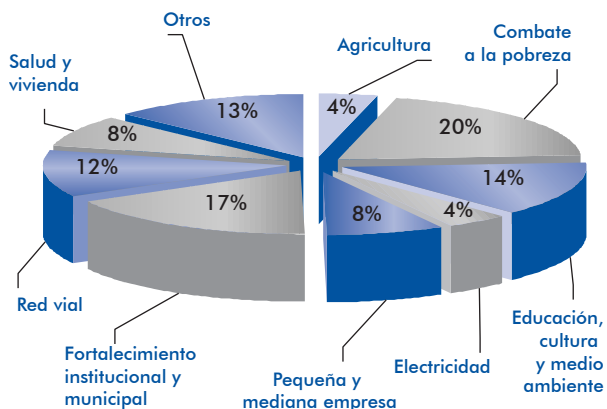
Los recursos externos oficiales desembolsados ascendieron a US\$ 124.8 millones, de los cuales por concepto de préstamo se recibieron US\$ 84.7 millones. En recursos líquidos para apoyo a la estabilidad financiera y de la balanza de pagos, se recibieron desembolsos de parte del Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por US\$ 41.0 millones. El resto de préstamos US\$ 43.7 millones, fueron dirigidos al financiamiento del programa de inversión pública, fortalecimiento institucional del gobierno central, combate a la pobreza y apoyo a créditos del sector comercial e industrial por medio de la FNI.

un aporte de US\$ 14.3 millones, dirigida a la ejecución de programas de mejoramiento de infraestructura económica, educación, salud, asistencia técnica, entre otros.

Como parte del proceso de reducción de deuda externa pública, enmarcado dentro de la Iniciativa para Países Altamente Endeudados (HIPC), se realizaron importantes negociaciones bilaterales con países miembros del Club de París, entre ellos, Alemania, Francia, y España, lográndose obtener una reducción de US\$ 263 millones. De igual manera, se recibió la condonación de US\$ 181 millones por parte de la Federación Rusa y se reestructuró deuda pendiente por US\$ 77 millones a mejores condiciones. Además, se negoció y suscribió con el Fondo OPEP para el Desarrollo Internacional un Acuerdo de Fomento y Protección de Inversiones y se aprobó US\$ 10 millones para alivio de deuda externa.

Por último, se logró suscribir un acuerdo de reducción de deuda con el gobierno de los Estados Unidos de América, aproximadamente por el orden de los US\$ 30 millones, correspondiente a deuda vencida a septiembre 2002 y por vencer en el período octubre 2002 a septiembre 2005.

Gráfico VI-8
Préstamos atados por sector
(participación porcentual)



El saldo de la deuda al finalizar el mes de junio totalizó en US\$ 6,411.4 millones y el servicio efectivo de deuda externa pagada en este periodo fue de US\$ 25.4 millones, equivalente al 17 por ciento de las exportaciones de bienes.

Las donaciones recibidas por el sector público fueron de US\$ 40.1 millones, superiores en US\$ 16.4 millones, a la cooperación de igual período del año anterior. Dentro de la cooperación económica bilateral, es importante destacar la ayuda otorgada por el gobierno de Japón con

Tabla VI-1
Balanza de pagos
(millones de dólares)

Conceptos	Abril-Junio			Enero - Junio		
	2002	2003	Variación % 03/02	2002	2003 p/	Variación % 03/02
1. Saldo en cuenta corriente	(191.0)	(180.5)	(5.5)	(402.5)	(395.0)	(1.9)
Balanza comercial de bienes	(243.0)	(242.6)	(0.2)	(485.4)	(502.8)	3.6
Exportaciones FOB de bienes	159.5	151.2	(5.2)	322.8	307.4	(4.8)
Importaciones FOB de bienes	(402.5)	(393.8)	(2.2)	(808.2)	(810.2)	0.2
Balanza de servicios No factoriales (netos) ^{1/}	(5.2)	(6.3)	21.2	(9.0)	(7.5)	(16.7)
Balanza de servicios factoriales (netos)	(37.7)	(42.2)	11.9	(94.3)	(96.7)	2.5
De los cuales; Intereses de deuda externa ^{2/}	(22.9)	(25.7)	12.2	(65.5)	(63.3)	(3.4)
Transferencias	94.9	110.6	16.5	186.2	212.0	13.9
2. Saldo en cuenta de capital y financiera	149.1	225.1	51.0	369.4	380.7	3.1
Sector Público	60.3	127.2	110.9	59.6	76.1	27.7
Gobierno central	43.4	84.4	94.5	14.5	(4.8)	(133.1)
Banco Central	(0.6)	(1.3)	116.7	(4.0)	10.8	(370.0)
Resto del sector público	34.8	40.8	17.2	66.4	73.6	10.8
FNI	(17.3)	3.3	(119.1)	(17.3)	4.2	(124.3)
Sistema financiero (neto)	6.1	2.4	(60.7)	7.5	1.0	(86.7)
Capital privado	82.7	95.5	15.5	302.3	303.6	0.4
3. Saldo de balanza de pagos (1+2)	(41.9)	44.6	(206.4)	(33.1)	(14.3)	(56.8)
Financiamiento:	41.9	(44.6)	(206.4)	33.1	14.3	(56.8)
Variación de RINAS totales (- incremento) ^{4/}	19.0	(86.8)	(556.8)	(95.9)	(104.2)	8.7
Reservas Intern. Netas Ajustadas BCN	17.3	(56.6)	(427.2)	(18.4)	(49.1)	166.8
Reservas Intern. Netas Ajustadas B.Comerciales	1.7	(30.2)	(1,876.5)	(77.5)	(55.1)	(28.9)
Financiamiento excepcional	22.9	42.2	84.3	129.0	118.5	(8.1)
del cual Alivio HIPC	26.9	48.7	81.0	128.1	118.1	(7.8)

p/: Preliminar

1/: Incluye valor neto de zona franca.

2/: Corresponde a intereses contractuales, e incluye deuda comercial de Enitel

3/: Corresponde a las empresas de Enacal, Enel y Enitel.

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

Conceptos	Abril-Junio			Enero - Junio		
	2002	2003	Variación % 03/02	2002	2003 p/	Variación % 03/02
Exportaciones de Bienes	159.5	151.2	(5.2)	322.8	307.4	(4.8)
Productos tradicionales	81.5	84.1	3.2	170.6	171.5	0.5
Productos no tradicionales	78.0	67.1	(14.0)	152.2	135.9	(10.7)
Exportaciones de servicios no factoriales	76.9	82.9	7.8	157.5	164.3	4.3
Viajes	26.9	27.4	1.9	59.6	53.6	(10.1)
Zona Franca (neto)	27.1	30.1	11.1	50.1	59.9	19.6
Comunicaciones	4.5	6.6	46.7	10.8	13.0	20.4
Otros	18.4	18.8	2.2	37.0	37.8	2.2
Exportaciones totales de bienes y servicios	236.4	234.1	(1.0)	480.3	471.7	(1.8)

p/: Preliminar

Tabla VI-3
Exportaciones de bienes tradicionales y no tradicionales
(millones de dólares)

Productos	Abril-Junio			Enero - Junio		
	2002	2003	Variación % 03/02	2002	2003 p/ 03/02	Variación % 03/02
Total tradicionales	81.5	84.1	3.2	170.5	171.2	0.4
Café	27.9	29.6	6.1	49.3	52.9	7.3
Azúcar	10.7	13.8	29.0	26.1	28.8	10.3
Carne de vacuno	16.7	16.8	0.6	39.1	40.5	3.6
Camarón	5.2	6.7	28.8	11.5	12.7	10.4
Langosta	6.7	5.6	(16.4)	17.5	15.7	(10.3)
Banano	2.7	2.7	0.0	5.2	5.3	1.9
Oro	10.6	8.7	(17.9)	19.9	14.7	(26.1)
Otros	1	0.2	(80.0)	1.9	0.6	(68.4)
Total no tradicionales	78.0	67.1	(14.0)	152.3	136.0	(10.7)
Productos agropecuarios	24.1	25.9	7.5	53.6	50.6	(5.6)
Maní	4.7	7.2	53.2	14.6	12.0	(17.8)
Ganado en pie	6.7	5.9	(11.9)	12.3	10.4	(15.4)
Frijol	6.6	7.1	7.6	11.3	11.9	5.3
Tabaco	2.7	1.5	(44.4)	5.6	4.1	(26.8)
Otros	3.4	4.2	23.5	9.8	12.2	24.5
Productos pesqueros	3.1	1.7	(45.2)	6.1	4.7	(23.0)
Productos manufacturados	50.8	39.5	(22.2)	92.6	80.7	(12.9)
Productos alimenticios	13.8	16.8	21.7	29.3	32.3	10.2
Industria del tabaco	1.4	1.9	35.7	2.6	3.1	19.2
Industria de la madera excepto muebles	5	3.5	(30.0)	8.9	6.8	(23.6)
Productos de la industria química ^{1/}	5.9	7.2	22.0	11.1	26.4	137.8
Otros productos manufacturados	24.7	10.1	(59.1)	40.7	12.1	(70.3)

p/: Preliminar

1/: Incluye productos plásticos y derivados del petróleo

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

Conceptos	Abril-Junio		Variación %	Enero - Junio		Variación %
	2002	2003	03/02	2002	2003 p/	03/02
Importaciones totales de bienes (FOB)	402.5	393.8	(2.2)	808.2	810.2	0.3
Importación total CIF	442.0	435.9	(1.4)	888.8	889.3	0.1
Bienes de Consumo	132.9	143.4	7.9	272.9	288.6	5.7
No Duraderos	102.5	107.8	5.2	212.4	215.5	1.5
Duraderos	30.3	35.5	17.0	60.5	73.1	20.7
Petróleo, combustibles y lubricantes	65.3	72.8	11.5	119.8	161.8	35.0
Bienes Intermedios	134.8	149.6	11.0	268.0	280.9	4.8
Para la Agricultura	16.3	20.2	24.3	26.7	28.3	6.0
Para la Industria	96.9	108.4	11.8	197.7	206.8	4.6
Materiales de Construcción	21.6	21.0	(2.7)	43.6	45.8	5.1
Bienes de Capital	107.9	69.8	(35.4)	226.2	156.1	(31.0)
Para la Agricultura	7.9	3.7	(52.4)	15.4	7.8	(49.4)
Para la Industria	60.2	41.9	(30.4)	129.2	88.1	(31.8)
Equipo de Transporte	39.9	24.1	(39.5)	81.6	60.2	(26.2)
Diversos	1.1	0.4	(59.1)	1.7	2.0	12.8
Importaciones totales de servicios no factoriales	82.1	89.3	8.8	166.5	171.8	3.2
Viajes	16.0	18.1	13.1	32.9	33.8	2.7
Pasaje aéreos	13.2	15.6	18.2	26.9	31.3	16.4
Fletes y seguros	33.5	37.0	10.4	68.5	69.4	1.3
Otros	19.4	18.6	(4.1)	38.2	37.3	(2.4)
Importaciones totales de bienes y servicios	484.6	483.1	(0.3)	974.7	982.0	0.8

p/: Preliminar

Los determinantes de largo y corto plazo del Tipo de Cambio Real en Nicaragua

Rodrigo Urcuyo R.

Jorge Rodríguez T.*

Resumen

El presente documento presenta un análisis del comportamiento del grado de competitividad de la economía nicaragüense de 1990 hasta 2002. A diferencia de estudios anteriores, en el presente documento se plantea el análisis del tipo de cambio real desde el punto de vista de que esta variable es el resultado de un equilibrio entre el mercado interno y externo. Se encontró que el tipo de cambio real de equilibrio en Nicaragua es afectado únicamente por variables reales y no por variables monetarias debido al alto pass through. Dichas variables son: el gasto gubernamental, las restricciones al comercio, los términos de intercambio y el progreso tecnológico.

Introducción

El propósito del presente documento es evaluar la competitividad internacional de Nicaragua, y proveer un marco analítico sencillo para futuras evaluaciones del actual régimen cambiario adoptado por las autoridades del país. En estudios recientes, se ha encontrado que existe una sobrevaluación del tipo de cambio que, junto con la insostenibilidad de la finanzas públicas, impone serias restricciones al desarrollo económico del país. Dichos resultados se basan en un análisis de la sostenibilidad de la cuenta corriente y en la existencia de un bajo pass through; lo cual presenta ciertos inconvenientes, tales como: que este tipo de análisis no toma en cuenta el efecto del

comportamiento de los determinantes o fundamentales sobre el nivel de tipo de cambio real de equilibrio (TCRe); plantea el problema desde un punto de vista de equilibrio externo y no toma en cuenta que al mismo tiempo el TCRe se determina por el equilibrio en el mercado interno (de hecho, de un equilibrio en ambos mercados); y por último, el presuponer un bajo pass through es inadecuado para la economía nicaragüense, tal como se demuestra en el presente documento.

Debido a lo anteriormente comentado, en este estudio se plantea el análisis de la competitividad del país como un resultado del equilibrio entre el mercado externo e interno**; específicamente se presenta un análisis del desalineamiento del TCR tomando en cuenta el efecto de los determinantes del TCRe. Los resultados obtenidos, a través de un análisis de cointegración, muestran que en el caso de Nicaragua, la competitividad internacional del país es afectada únicamente por variables reales, tales como: el gasto público, las restricciones al comercio, los términos de intercambio, y el progreso tecnológico; y no por variables monetarias (como el tipo de cambio nominal); lo cual se debe a la presencia de un alto pass through dentro de la economía. Por otra parte, se encuentra que, en el corto plazo, el estado de las expectativas posee un impacto sobre el nivel actual del TCR por lo que las acciones de políticas implementadas por las autoridades pueden ejercer un efecto importante sobre la dinámica del TCR; pues tal como menciona Reifschneider y Williams (1999), el efecto de las reglas o acciones de política sobre las expectativas pueden reducir las probabilidades de que una economía entre en depresiones profundas.

El resto del documento se estructura de la siguiente forma: en la sección I se presentan conceptos teóricos referente a la definición del TCR y su valor de equilibrio; así mismo se presenta una breve introducción a los principales determinantes y/o fundamentales del tipo de cambio real de equilibrio (TCRe). En la sección II se

* Los autores trabajan dentro de la Subgerencia de Programación Económica del Banco Central de Nicaragua. El documento se encuentra dentro del marco de un análisis de más largo plazo del régimen cambiario y la política del BCN. Los autores agradecen los comentarios recibidos por parte de Rigoberto Castillo, y José Félix Solís; así como a las demás personas que de una o otra forma brindaron una valiosa colaboración para la elaboración del presente documento.

** En este sentido, el análisis presentado en este documento es más robusto, desde un punto estadístico y teórico que el presentado en Edwards y Vergara (2001). Sin embargo, es importante mencionar que esto no implica que las conclusiones de dicho estudio sean erróneas, pues tanto en dicho estudio como en el presente se encuentra que existe una sobrevaluación del tipo de cambio, en lo que se difiere es en la magnitud.

presentan los principales determinantes o fundamentales del TCR_e, así como el signo esperado, encontrados dentro de la evidencia empírica. En la sección III se presenta un análisis gráfico de los datos y del TCR bilateral de Nicaragua con sus principales socios comerciales. En la sección IV, se presenta la metodología utilizada para encontrar los determinantes del TCR_e, así como los principales resultados obtenidos. Así mismo en esta misma sección, se presenta el grado de desalineamiento estimado del TCR, la velocidad de ajuste o de corrección del TCR_e ante un shock y el coeficiente estimado del pass through presente en la economía nacional. Por último, se presentan ciertas anotaciones finales y posibles líneas de investigaciones futuras relacionadas con el tema.

I. Marco teórico

El marco teórico básico utilizado en este estudio, es el desarrollado por Edwards (1987, 1989). En términos sencillos, el TCR es –como su nombre lo indica– un concepto real, que mide el precio relativo de dos bienes. Específicamente, el TCR se define como el precio relativo de bienes transables con respecto a los bienes no transables, es decir:

$$1. \text{TCR} = \frac{(\text{Precio de bienes transables})}{(\text{Precio de bienes no transables})}$$

Esta definición tiene implícita una importante característica, y es que representa una excelente medida del grado de competitividad de un país, al medir el costo de producir bienes transables domésticamente. Así, una depreciación en el TCR reflejaría el hecho de que ha ocurrido una disminución en el costo de producir bienes transables internamente, y por supuesto, reflejaría un aumento en la competitividad del país debido a que ahora el país puede producir bienes transables de forma más eficiente relativamente respecto al resto del mundo que antes.

Este tipo de movimientos en la competitividad de un país pueden deberse a efectos “naturales” dentro de una economía, por ejemplo, al ser producidos por cambios tecnológicos, en los sistemas impositivos, entre otros. Este tipo de movimientos, al ser un fenómeno “natural” simplemente representaría un fenómeno de equilibrio; por lo que no requieren de intervenciones de política. En ciertas ocasiones, existen restricciones o shocks que ocasionan

que el TCR se separe de su valor “natural” especialmente en el corto plazo; y es a esta desviación del TCR actual de su valor de equilibrio lo que se le conoce como el “desalineamiento del TCR” véase Edwards (1988) para mayor referencia.

Este valor natural del TCR es lo que se conoce como el TCR_e; que no es más que aquel precio relativo de transables a no transables, que para valores dados de sus determinantes (más adelante se profundiza en estos) se logra un equilibrio interno y externo. El equilibrio interno se define como la igualdad entre la oferta y demanda agregada del mercado de bienes no transables; mientras que el equilibrio externo cuando la cuenta corriente en el período presente y el esperado para períodos futuros, satisface la restricción presupuestaria intertemporal que establece que el valor descontado de los balances de cuenta corriente tienen que ser igual a cero. En palabras más sencillas, los balances de cuenta corriente presentes y futuros tienen que ser compatibles con los flujos de capitales sostenibles de largo plazo¹.

De lo mencionado anteriormente podemos intuir que el TCR_e de un país no es un número fijo; así cuando ocurren variaciones en cualquiera de sus determinantes se afectaría el equilibrio interno y externo, originando variaciones en el valor del TCR_e. Por ejemplo, el TCR_e no será el mismo con precios mundiales deprimidos para las principales exportaciones del país, que cuando estos muestran altos precios; es decir, el TCR_e se encuentra en función de un número de variables como tarifas, tasas de interés, controles de capitales, etc. que son los determinantes inmediatos del TCR_e y son llamados los fundamentales del tipo de cambio real. Por otra parte, no existe per se un TCR_e sino más bien una senda del TCR_e a través del tiempo; la cual no sólo será afectada por los valores actuales de los determinantes del TCR, sino que también por la evolución futura esperada de éstas, es decir, si se espera un futuro aumento en los términos de intercambio, eso impactará en el TCR_e actual.

Ya se ha mencionado algunos de los determinantes del TCR_e que comúnmente se han encontrado dentro de la literatura intervienen en su determinación, en la figura

¹ La restricción intertemporal se puede escribir como: $\sum_i (1+r)^{-i} C_{t+i} = 0$ y establece que un país no puede ser un acreedor o deudor neto para siempre, Edwards (1987).

1 se presenta una pequeña separación de estos (en la siguiente sección se profundiza en el impacto que estos ejercen sobre el TCRe). En sí, los determinantes del TCRe son aquellas variables reales que, además del mismo TCR, juegan un rol primordial en la determinación del equilibrio interno y externo del país. Como es de esperarse, existen innumerables variables de éstas, pero son pocas las que empíricamente muestran significancia estadística, por lo que por cuestiones de espacio el análisis se concentra en aquellos que dentro de la literatura se han encontrado ayudan a determinar el valor del TCRe². Una buena manera de empezar a analizar tales determinantes es dividirlos en dos categorías bastante amplias:

Figura 1 - Clasificación de los fundamentales del Tipo de Cambio Real



Un determinante del TCRe de suma importancia y que no se encuentra sujeto a políticas, es el cambio tecnológico; sin embargo, este no es totalmente exógeno a los hacedores de política dado que este se puede afectar a través de la inversión pública en infraestructura y un mejoramiento en la calidad de las instituciones. Esto último se debe a que el estado de la infraestructura (carreteras, aeropuertos, puertos, etc.), la existencia de un Estado de derecho, la seguridad pública, los sistema de salud y educativo son factores que ayudan a incrementar la productividad de un país (véase Sokoloff y Engerman, 2000; Edwards, 1992). Y como es de esperarse estas tareas le corresponde en gran medida a las autoridades de un país.

² Una mayor referencia se puede encontrar en Edwards (1989)

II. Fundamentales del Tipo de Cambio Real, y sus Efectos.

Términos de Intercambio

El efecto de los términos de intercambio³ (TOT), es teóricamente ambiguo sobre el TCR (véase Elbadawi y Soto, 1997; Baffes, 1999; Edwards, 1989) debido a que produce dos efectos opuestos sobre el TCRe (el efecto ingreso y sustitución). Así, al disminuir los TOT, disminuyen los ingresos de la nación procedentes de las exportaciones, reduciendo la demanda de bienes tanto transables como no transables. En el mercado de transables, bajo el supuesto de país pequeño, los precios internacionales son exógenos; pero en el sector no transable, una disminución de la demanda produce una reducción en el precio de equilibrio, lo cual depreciaría el TCRe. Al mismo tiempo, una reducción en los TOT representa un aumento en el precio de los bienes importables relativo a los exportables, lo cual reduce la demanda de los importables e induce una mayor demanda en el sector no transables, lo que apreciaría el TCRe. Es decir, el efecto que producen los movimientos en los TOT sobre el TCRe, dependerá que efecto domine, lo que no es conocido *a priori*.

Flujo de Capitales y tasas de interés

El flujo de capitales, ya sea de cartera, directa o donaciones, al afectar el precio de los transables con respecto a los no transables representa un buen ejemplo de un determinante del TCRe. Por ejemplo, si un país debe realizar una transferencia al resto del mundo, su ingreso disminuye - así como su gasto corriente y futuro- generando una caída en el precio relativo de los no transables, o sea una depreciación en el periodo actual y futuro. El caso es simétrico para una transferencia positiva; lo cual es de particular relevancia para los países en desarrollo que reciben ayuda del resto del mundo. Analíticamente, la ayuda internacional, es una transferencia del resto del mundo, y como tal producirá una apreciación del TCRe. Por lo que, probablemente -y tal vez paradójicamente- la ayuda extranjera reducirá el grado de competitividad internacional del país que la recibe.

³ Definidos como el precio relativo de las exportaciones sobre las importaciones

En referencia a un aumento o disminución a las restricciones a los movimientos de capital, al afectar el consumo intertemporal, poseen un efecto directo sobre la senda del TCRe. Por ejemplo, una relajación en los controles de capitales, que resultará en un incremento en la entrada de capitales y préstamos internacionales ocasionaría que el país receptor de dichos capitales aumente su gasto corriente en todos los bienes, incluyendo no transables. Lo que ocasionaría, un incremento en el precio de los no transables, es decir una apreciación del TCRe.

El impacto de las tasas de interés sobre el TCRe, es similar. Una disminución de las tasas de interés mundiales, o en general del diferencial de tasas con el exterior, producirá un flujo positivo de capitales que provocaran una apreciación en el TCRe.

Política comercial o arancelaria

El impacto de las barreras al comercio, resulta ser similar al de los TOT (véase Chowdhury, 1999); pues el efecto final, dependerá de que efecto dominé (el efecto ingreso o sustitución). Esto se debe a que un aumento en las barreras, aumentará el precio de las importaciones, disminuyendo los ingresos de la nación y reduciendo el nivel de gasto en todos los bienes; ocasionando que la demanda de no transables se reduzca – y por ende, su precio, para mantener el equilibrio- provocando una depreciación del TCRe. Al mismo tiempo, por efecto sustitución, se reduce la demanda de importables, la cual en parte se traslada hacia no transables, aumentando su precio y, de esta manera, apreciará el TCRe.

El gasto gubernamental

El impacto de los movimientos en el gasto del gobierno dependerá del sector en que se encuentre concentrado dicho gasto, Edwards (1989). Usualmente, el gobierno concentra su gasto en el sector no transable, especialmente en el pago de salarios, por lo que, en este caso, un aumento del gasto del gobierno significará un aumento en la demanda en el sector no transable -y por lo tanto un aumento de su precio-, provocando una apreciación del TCRe.

Cambio Tecnológico

El efecto esperado de esta variable, depende del crecimiento en la productividad total de los factores en los sectores transables y no transables⁴. Por ejemplo, si un país experimenta un aumento en la productividad del sector transable (ceteris paribus) provocaría un aumento en el salario de los trabajadores en este sector, provocando de igual manera⁵ un aumento en el salario de los trabajadores del sector no transable; y dado que en este último sector la productividad no ha variado, dicho aumento salarial se traducirá enteramente a precios para compensar el aumento del costo de la mano de obra. Es decir, que el aumento de productividad en el sector transable, se tradujo en un aumento en el precio de los no transables, ocasionando una apreciación real (efecto Harrod-Balassa-Samuelson).

III. Análisis preliminar de las variables

La definición del TCR antes citada, es poco usada empíricamente debido a la complejidad implícita en la definición de transabilidad⁶. Por lo que en lugar de utilizar el precio per se de dichos productos, se toman variables que aproximadamente miden el precio o costo de una canasta de bienes transables, y no transables. En el caso de los transables, se construye un promedio aritmético o geométrico de los IPC de los principales socios comerciales del país bajo análisis (ponderado por la participación del país extranjero en el comercio total con el país bajo estudio). Y como *proxy* de los precios de los no transables, se utiliza el índice de precios al consumidor del país analizado; es decir, la definición que se utilizará en este estudio, es:

$$2. \text{TCR} = [\Pi (\text{TCNi} * \text{IPCi}^e)^{wi}] / \text{IPC}$$

Donde TCNi es el tipo de cambio nominal (en unidades de moneda nacional por moneda extranjera), IPCi^e es el índice de precios al consumidor del país i -ésimo, wi es la ponderación del país i en el comercio del país analizado, y IPC es el índice de precios al consumidor para

⁴ Para una mayor referencia, se puede consultar Hinkle y Montiel (1999), Edwards (1989), Feyzioglu (1997), entre otros.

⁵ Bajo la hipótesis, de un mercado laboral interno flexible.

⁶ Véase en Hinkle y Montiel (1999) para una mayor referencia, y obtener diferentes propuestas para su medición.

dicho país. Esta definición posee ciertos inconvenientes, una de ellas es que el utilizar el IPC^e como aproximaciones de los precios de los bienes transables dado que estos incorporan una gran cantidad de bienes y servicios no transables⁷; por lo que una forma de evitar este posible sesgo es el utilizar índices de precios de los bienes intermedios (o al por mayor) que son los precios que se observan en la industria importadora y exportadora.

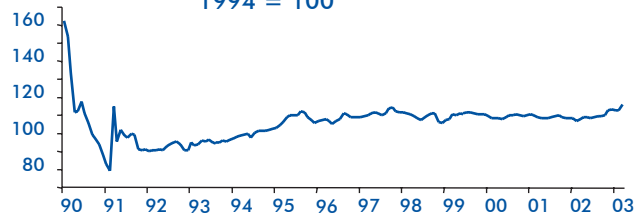
Un segundo inconveniente es que la canasta del IPC doméstico, también contiene bienes transables como no transables; por lo que en caso de que el peso de los bienes transables en el índice sea muy elevado, no representaría un proxy adecuado del índice de los bienes no transables⁸. Sin embargo, dentro de la literatura se menciona que la utilización de cualquier otro índice presentaría un error de medición; esto se debe a que en los precios de los bienes transables se incorporan el costo de la mano de obra utilizada -ya sea para la venta del bien o su producción- Hinkle y Montiel (1999). Bajo esta premisa, se considera que al utilizar el IPC para la construcción del TCR, no se incurre en un error de medición considerablemente mayor al que se incurriría al utilizar otro tipo de índice de precios.

Debido a lo comentado anteriormente, para la construcción del TCR de Nicaragua se utiliza el IPC doméstico, y los índices de precios al por mayor para los principales socios comerciales. El comportamiento del TCR, se puede apreciar en la gráfica 1.

Dado el comportamiento dispar del TCR durante la muestra, el análisis gráfico del TCR se realiza en tres períodos. El primer período abarca de enero de 1990 a enero de 1992; que representa el período de mayor turbulencia de la muestra y está marcado por el inicio del período democrático. En este período, se revierte la política de devaluaciones implementada por el gobierno Sandinista debido a la incompatibilidad entre la política monetaria y la fiscal, que ocasionó una fuerte apreciación en el TCR. Después de la implementación de un plan de estabilización en 1991, se consigue detener la apreciación real, y se logra una depreciación real temporal en el TCR⁹. Des-

pués de dicho movimiento en el tipo de cambio, el TCR permanece relativamente estable, tal como puede apreciarse en la gráfica 1.

Gráfico - 1 Tipo de cambio real
1994 = 100



Fuente: Estimaciones propias con datos del BCN

El segundo período, que abarca de enero de 1993 a octubre de 1998, se implementó un régimen cambiario deslizante¹⁰ (crawling peg), que junto a las diferentes medidas adoptadas (entre ellas una reducción del gasto público), se logró un aumento de la competitividad internacional de la economía nicaragüense (ver gráfico 2); este aumento en la competitividad¹¹ se ve interrumpido a finales de 1996. A inicios de 1997, que coincide con el inicio del período de la administración Alemán, se reinicia el proceso de depreciación del TCR —concluye a finales de 1998—.

En el tercer y último período (de octubre de 1998 al presente) el comportamiento del TCR —especialmente durante la administración de Alemán— muestra un proceso de estancamiento producto de entre otras razones del fuerte gasto gubernamental. Este proceso de estancamiento del TCR, finaliza a finales de 2002, lo cual probablemente se deba al ajuste fiscal impulsado por la administración de Bolaños y al ajuste mostrado en el sector de bienes no transables en los dos últimos años; que ha permitido que los niveles de inflación domésticos hayan sido menores incluso que la tasa de devaluación anunciada por el BCN. La tasa de inflación doméstica durante el año

⁹ Que una vez que dicho movimiento del tipo de cambio nominal se trasladó a precios, desaparece la ganancia real lograda con dicha medida.

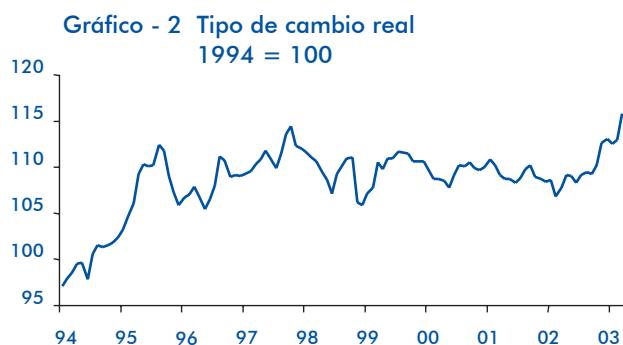
¹⁰ En un trabajo próximo a publicarse, a cerca de la presión cambiaria para el Caso de Nicaragua, se presenta un amplio análisis de las causas que llevaron a la adopción de este régimen cambiario.

¹¹ Aunque en términos prácticos, esto no es del todo cierto; pues como se explico anteriormente el que un TCR se encuentre apreciado o depreciado, depende del nivel del TCRe.

⁷ Véase Hinkle y Montiel (1999)

⁸ En el caso de Nicaragua, esto no sucede. Esto no se muestra dentro del documento por cuestiones de espacio; pero puede ser solicitado a los autores.

2001 y 2002, ha sido de únicamente 4.84 y 3.87 por ciento, respectivamente -versus un ajuste en el precio de los transables del 6 por ciento, y una inflación mundial promedio del 2 por ciento-.



Fuente: Estimaciones propias con datos del BCN

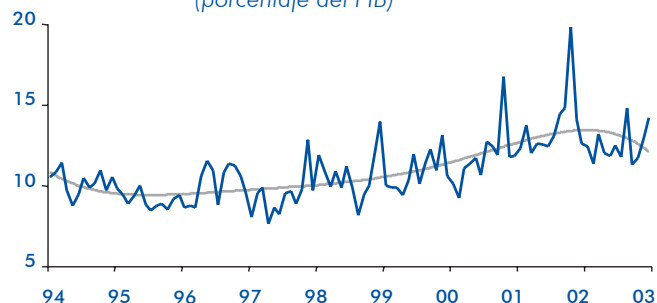
El TCR y sus determinantes

El comportamiento mostrado por el TCR, en los últimos años, como es de esperarse es explicado en parte por la dinámica mostrada por los determinantes fundamentales del TCR¹². Durante estos años el gasto del gobierno¹³, que teóricamente tiene un impacto negativo sobre el TCR, muestra un comportamiento que ayuda a explicar las variaciones del TCR observado. Como se puede apreciar en la gráfica 3, durante todo el segundo período, el gasto gubernamental mostró una tendencia decreciente (lo que favoreció la depreciación mostrada en este período). Para los últimos años de la administración de Alemán, el gasto gubernamental vuelve a aumentar producto del proceso de reconstrucción del país (como consecuencia del huracán MITCH) mostrando un máximo en octubre de 2001 -un mes antes de las elecciones electorales-. Este comportamiento en el gasto, puede ser una de las causas del estancamiento que ha mostrado el TCR en los últimos años.

¹² En esta sección únicamente, se presentan algunos de los posibles determinantes del TCR de Nicaragua, en el análisis económico se presentan otros determinantes como: el cambio tecnológico, y se hacen referencia a otro tipo de variables.

¹³ Se presenta el gasto corriente del gobierno -excluyendo intereses pagados por concepto de deuda externa- como porcentaje del PIB. El PIB utilizado es base 94, y se mensualizó utilizando las variaciones del IMAE desestacionalizado.

Gráfico - 3 Gasto público
(porcentaje del PIB)



Fuente: Estimaciones propias con datos del BCN

Por su parte, los TOT que se definieron como el precio relativo de las exportaciones a las importaciones. Es decir:

$$2. \text{TOT} = \frac{\text{precio exportaciones}}{\text{precio importaciones}}$$

Donde el precio de las exportaciones es un promedio ponderado de los precios en dólares de los principales productos de exportación¹⁴. El índice de las importaciones se construyó usando un índice de exportaciones desagregado de EE.UU.¹⁵. Dado, la gran importancia de las exportaciones del café, gran parte de los movimientos bruscos que se presentan en los TOT son explicados principalmente por las variaciones en el índice de precios del café (ver gráfica 4); tal como puede apreciarse, durante las fuertes alzas en el precio del café en 1995 y 1997, parecen haber influido en el aumento del TCR para esas fechas. Es decir, parece ser que para el caso de Nicaragua el efecto sustitución domina sobre el efecto ingreso;

¹⁴ Específicamente se incluyó: café, carne, camarón, langosta, banano y oro. Los precios usados son el precio implícito de exportación, es decir, la razón entre el valor exportado en dólares y las unidades exportadas. El azúcar no se incluyó debido a vacíos de datos en la muestra durante los períodos del año en que no se exporta azúcar.

¹⁵ Se construyeron índices de precios de acuerdo a los grupos de importación usados en los informes mensuales del Banco Central. Los grupos son: bienes de consumo, petróleo, combustible, bienes intermedios de agricultura, bienes intermedio de industria, construcción, bienes de capital y transporte. Para petróleo y combustible se utilizó los precios implícitos de importación. Para el resto se utilizaron índices de exportación de E.U. (principal socio comercial de Nicaragua) para grupos similares, según la clasificación de uso final, publicado por el bureau of labor statistics.

por lo que en caso de encontrarse evidencia estadística que corroborará esta apreciación, todo aumento de los TOT se traduciría en depreciaciones reales.

Otro de los posibles determinantes del TCR_e, son las barreras al comercio que son medidas como la relación entre el comercio (exportaciones más importaciones) a PIB¹⁶. Una ventaja de este tipo de medición es que permite medir el impacto que poseen las principales barreras comerciales (tarifas, cuotas, tipos de cambio múltiples, etc.) sobre el valor de las importaciones como de las exportaciones. En el gráfico 5, se muestra el comportamiento de esta variable durante el período bajo estudio.

Gráficamente, se observa que parece existir una relación inversa entre el TCR y las barreras al comercio, pues en los períodos en que el TCR mostró una tendencia de depreciación, las barreras al comercio disminuyeron; y a partir de 1998, éstas muestran una estabilización, coincidiendo con el período de estancamiento del TCR. Es decir, pareciera ser que el efecto sustitución domina sobre el efecto ingreso.

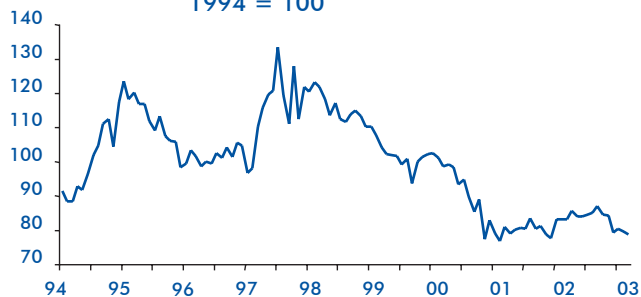
Antes de presentar el análisis formal de los determinantes del TCR, es necesario aclarar que una apreciación o estancamiento en el TCR, no significa que estos períodos sean instantáneamente “malos”, pues dicho comportamiento puede ser el resultando de un comportamiento similar en los fundamentales –y es lo que se desprende del análisis gráfico-. Así, si el gasto del gobierno aumenta se produciría una apreciación del TCR_e, la cual no necesariamente es negativa sino que es el resultado de un nuevo equilibrio entre el sector no transable y el transable, donde el TCR observado y el TCR_e sería iguales¹⁷. Por otra parte, si este aumento en el gasto del gobierno es insostenible, entonces se produciría una reacción del TCR observado, apreciándose mucho más que la apreciación antes descrita del TCR_e; originando a un desalineamiento en el TCR –más a delante se ahonda en este concepto-, el cual

¹⁶ Un aumento en esta variable, implicaría una disminución en las barreras; por lo que una disminución, representaría un aumento en éstas. En Kalinda (2001), Hinkle y Montiel (1999), Feyzioğlu (1997), entre otros estudios muestran definiciones similares.

¹⁷ Esto es cierto, bajo el supuesto que este mayor gasto en bienes transables es financiado con recursos externos, ya sea a través de donaciones, préstamos externos o inversiones de no residentes en el país

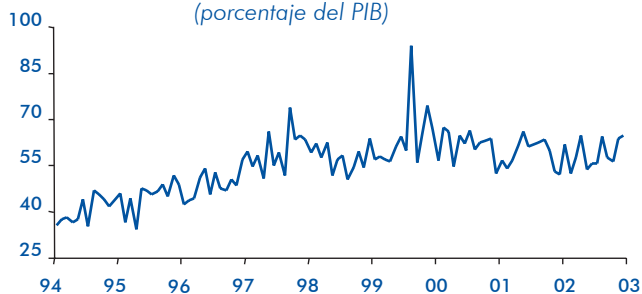
produciría efectos negativos sobre la economía al provocar una pérdida de competitividad del sector exportador y un aumento en el desempleo en el sector de no transables¹⁸.

Gráfico - 4 Términos de intercambio
1994 = 100



Fuente: Estimaciones propias con datos del BCN, y el Bureau of Labor Statistics de EU

Gráfico - 5 Barreras de comercio
(porcentaje del PIB)



Fuente: Estimaciones propias con datos del BCN

Tipos de cambio real bilaterales

Los TCR bilaterales (TCR_b) son una medida de la competitividad de un país relativa con respecto a otro. Siguiendo las definiciones antes descritas el TCR_b se calcula como:

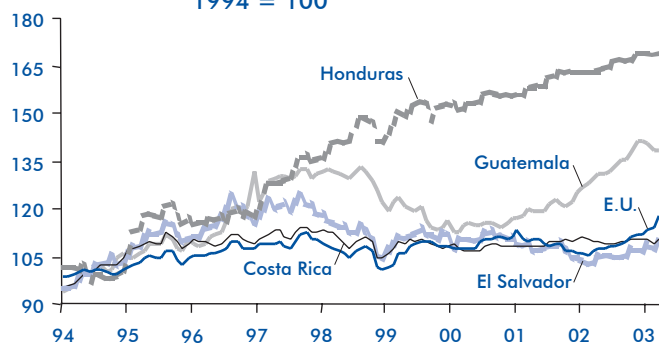
$$3. \text{TCR}_b = (\text{TCN}) (\text{IPP}^*) / (\text{IPC})$$

Donde TCN es el tipo de cambio nominal (entre Nicaragua y el socio comercial), el IPP* es un índice al por mayor en moneda extranjera y, el IPC representa el índice de precios al consumidor de Nicaragua. De acuerdo a

¹⁸ Para una mejor comprensión de este punto, se puede consultar Edwards (1989).

datos estadísticos a cerca del comercio internacional de Nicaragua (véase el Informe Anual del BCN, 2002), los principales socios comerciales de Nicaragua son los E.U. y los países centroamericanos; por lo que el análisis se concentra en estos países (en la gráfica 6, se muestran los diferentes TCRb).

**Gráfico - 6 Tipos de cambio real bilaterales
1994 = 100**



Fuente: Estimaciones propias con datos del BCN, y bancos centrales de los países mencionados

En esta gráfica, se puede observar que la competitividad relativa con EE.UU., El Salvador y Costa Rica muestran un comportamiento similar al TCR; en especial es muy similar al TCRb de EE.UU., lo que resulta congruente con la participación de este país dentro del comercio exterior de Nicaragua. El comercio con EE.UU. representa casi el 40 por ciento del comercio total del país.

En el caso del TCRb con Guatemala, este muestra en los últimos tres años una depreciación real del 23 por ciento respecto a inicios del año 2000 que ha ayudado a recuperar la competitividad perdida durante 1998 y 1999. De ahí que, el nivel actual del TCRb con este país, no es muy diferente al mostrado a inicios de 1998. Con los demás países, exceptuando Honduras, el TCRb muestra niveles "relativamente" estables y como ya se mencionó anteriormente, similares al TCR.

En el caso del TCRb con Honduras, Nicaragua muestra un fuerte aumento en la competitividad (con una depreciación real del 66.3 por ciento); por lo que una política arancelaria que disminuya las barreras al comercio con este país; así como un fomento de las exportaciones hacia ese mercado, debería de resultar en un aumento de las exportaciones hacia este país.

IV. Análisis econométrico

En esta sección se presenta la metodología para la estimación del TCRe y los principales resultados obtenidos.

A- Metodología utilizada

El objetivo de la presente sección será el identificar y estimar la relación de largo plazo entre el TCR efectivo y sus determinantes; es decir el TCRe. Para encontrar tal relación se utilizará la metodología de cointegración¹⁹, ya que permite analizar los movimientos en el largo plazo de un conjunto de variables.

Intuitivamente, si un conjunto de variables posee una relación de equilibrio de largo plazo –llamado el vector de cointegración-, entonces las desviaciones respecto al equilibrio serán tan sólo temporales, pues existe una dinámica de convergencia -en el largo plazo- hacia un nivel de equilibrio. Por lo anterior, el análisis de cointegración resulta adecuado para estudiar los determinantes del TCRe, dado que precisamente el TCRe sería el vector de cointegración entre los determinantes, y las desviaciones entre el TCRe y el TCR observado sería el grado de desalineamiento del TCR; el cual debería de desaparecer en el largo plazo -en caso de encontrarse una relación de cointegración-. Dichos desalineamientos poseen diversas causas, comúnmente se deben a variaciones de naturaleza nominal, como por ejemplo: un aumento del tipo de cambio, una variación en la emisión monetaria, entre otras razones que desequilibran los sectores transables y no transables.

En este trabajo se modela los determinantes del tipo de cambio real en Nicaragua usando la metodología de cointegración desarrollada por Engle-Granger (1987); es decir, se estima la relación de largo plazo a través la siguiente ecuación:

$$4. \ln TCR_t = \alpha + \sum \beta_{it} Z_{it} + \varepsilon_t$$

Donde ln es por logaritmos, y Z_i representa el determinante fundamental i-ésimo del TCR y ε_i es un vector

¹⁹ Estudios donde se utilizan metodologías similares son en Kalinda (2001), Baffes, Elbadawi, y O'Connell (1997), Feyzioglu (1997), Cady (2003), Chowdhury (1999), entre otros.

de errores, que, siempre y cuando exista un vector de cointegración, debe ser estacionario.

B- Propiedades estadísticas de los datos

Basándose en la teoría del TCR_e y los resultados del análisis gráfico se propone que los determinantes del TCR_e para Nicaragua, podrían ser: el gasto del gobierno a producto (G), los términos de intercambio (TOT), las restricciones al comercio (RT), el índice mensual de actividad económica (IMAE), y además, los flujos de recursos del exterior como porcentaje del PIB (FE). La muestra utilizada, abarca de enero de 1994 a diciembre del 2002; y en caso que aplique, las variables se encuentran en base 1994.

Antes de probar la existencia de cointegración entre las variables, y estimar el vector de cointegración, es necesario investigar el orden de integración de las variables. En la tabla 1, se presentan los resultados de las pruebas de estacionariedad de las variables (se presentan tres pruebas). Los resultados de dichas pruebas, nos muestran que todas las variables, exceptuando el flujo de recursos del exterior²⁰, presentan una raíz unitaria en su patrón autorregresivo—es decir son variables I(1)—; un punto

Tabla - 1 Propiedades estadísticas de las series de tiempo

Variables	ADF	PP	KPSS
TCR	-2.9 0.18	-2.7 0.25	0.22 *
RT	-2.79 0.21	-8.18 0.00	0.26 *
G	-6.88 0.00	-6.81 0.00	0.18 *
TOT	-2.59 0.29	-2.59 0.29	0.22 *
IMAE	-6.05 0.00	-6.13 0.00	0.20 *
FE	-10.49 0.00	-10.56 0.00	0.06

* Se rechaza la H₀ de estacionariedad al menos al 5%

²⁰ Por lo que esta variable no puede formar parte del vector de cointegración; y por ende, se excluye de la ecuación de largo plazo.

a aclararse es que en aquellos casos donde una o más pruebas encontraban estacionariedad de una variable, se prefiere el resultado obtenido de la prueba KPSS²¹ debido a que esta última prueba utiliza un procedimiento similar al de Box-Jenkins para la inspección de autocorrelación, y corrige el problema señalado en Maddala y Moo (1995) acerca de la pérdida de potencia de las pruebas tradicionales de estacionariedad en presencia de quiebres bruscos en las variables.

C- Cointegración

Basándonos en los resultados de las pruebas de raíz unitaria, se procede a estimar la relación de largo plazo, entre el TCR y sus determinantes. La ecuación a estimar es:

$$5. \ln TCR_t = \alpha + \beta_1 \ln(G)_t + \beta_2 \ln(TOT)_t + \beta_3 \ln(RT)_t + \beta_4 \ln(IMAE)_t + \varepsilon_t$$

Las relaciones esperadas, tal como se analizó con anterioridad, serían las siguientes: β_1 debería ser positivo siempre y cuando el gasto del gobierno sea destinado mayoritariamente al sector no transables; los signos de β_2 y β_3 son ambiguos, pues depende de que efecto domine²²; y finalmente β_4 se espera que el signo sea negativo siempre que la productividad del sector transable supere a la del no transables. La estimación de la relación de largo plazo, bajo la cointegración a la Engle y Granger, implica estimar la ecuación anterior por mínimos cuadrados ordinarios. De tal forma, que si existe un vector de cointegración el residuo de presentar una reversión a la media y mostrar una varianza constante; de ser este el caso, implicaría que las desviaciones del TCR observado o actual se ajustan a través del tiempo hasta converger nuevamente a la senda de equilibrio (o en valor del TCR_e).

Las estimaciones encontradas (ver tablas 2 y 3), nos muestran que el error de estimación resulta ser I(0); es decir, este presenta una reversión a la media o en otras palabras es estacionaria. Lo anterior garantiza que existe una relación de largo plazo entre el conjunto de variables, y el vector de cointegración o el TCR_e es:

²¹ Además se revisa el correlograma de la serie para confirmar el resultado. Esto no es mostrado en el trabajo, pero puede ser solicitado a los autores.

²² Si domina el efecto sustitución, el signo sería positivo; y si resulta negativo, implicaría que es el efecto ingreso el que domina.

$$6. \ln TCR_{e_i} = 4.48 - 0.06 \ln(G)_i + 0.09 \ln(TOT)_i + 0.06 \ln(RT)_i - 0.08 \ln(IMAE)_i + 0.001 \text{ trend}$$

$$R^2 \text{ adj.} = 0.62$$

Los signos de los parámetros estimados son acordes con la teoría acerca del TCR -antes discutida- y con los resultados encontrados en diferentes estudios tales como: Chowdhury (1999), MacDonald y Ricci (2003), Baffes, Elbadawi y O'Connell (1997), Razin y Collins (1997). Tal como se puede apreciar, el valor de la constante es de 88.23²³, el gasto del gobierno impacta negativamente sobre el TCR_e (confirmando las apreciaciones gráficas), siendo la elasticidad de -0.06; es decir, que ante un aumento del 1% en la razón gasto a producto, el TCR_e disminuye en 0.06%. El impacto de los TOT es positivo, lo cual indica que el efecto sustitución es el que predomina en el caso de Nicaragua, y su elasticidad es de 0.06.

Por otra parte, se encontró evidencia de la presencia del efecto Harrod-Balassa-Samuelson²⁴, es decir que -por lo menos en los años bajo análisis- la productividad del sector de los transables ha sido mayor a la de los no transables, y por ende el progreso tecnológico²⁵ ha apreciado el TCR_e. Acerca de este punto, es importante señalar que este tipo de resultados es consistente con la evidencia empírica encontrada en otros países (revisar los trabajos antes mencionados).

²³ Que sería el valor del TCR_e en caso de que los demás determinantes del TCR no existieran o fueran cero.

²⁴ Esto se puede apreciar, por el signo negativo del parámetro del IMAE, que es la variable **proxy** utilizada para medir el progreso tecnológico.

²⁵ En la regresión, se introduce una variable de tendencia, y de esta forma se asegura que sean los movimientos de tendencia estocástica o no estacionarios del IMAE (variable **proxy** utilizada para medir el progreso tecnológico) los que están cointegrando con el resto de determinantes fundamentales. En Fezzioglu (1997) se puede encontrar mayor referencia de las implicaciones teóricas de incluir un término de tendencia dentro del vector de cointegración; además, para revisar las propiedades estadísticas de esto, se puede consultar Johansen (1988).

Tabla - 2 Coeficientes del vector de cointegración

Variables	Coefficiente	t-stadístico
Constante	4.48	(20.2)
RT	0.06	(3.6)
G	-0.06	(-3.5)
TOT	0.09	(4.2)
IMAE	-0.08	(-2.1)
Tendencia	0.001	(4.8)

Tabla - 3 Test estadísticos del error de estimación

Variables	estadístico	p- value
ADF	-3.45	0.001
PP	-4.28	0.000
KPSS	0.098*	

* No se rechaza la hipótesis nula de estacionaridad

D- Desalineamiento

Como se mencionó anteriormente, los desalineamientos son causados por sobrerreacciones ante movimientos en los determinantes, especialmente por efecto de expectativas²⁶, y, más comúnmente, por cambios en variables monetarias que producen desequilibrios en el sector transable y no transable²⁷.

²⁶ Ver análisis de marco teórico al inicio de este trabajo.

²⁷ El efecto de las expectativas sobre el desalineamiento, se investiga más adelante a través de un modelo de corrección de errores, que sería la manera adecuada de analizar esto.

Una vez que se ha encontrado una relación de cointegración entre las variables, es posible estimar el grado de desalineamiento del TCR en cualquier período, el cual se define como la desviación del TCR observado de su valor de equilibrio²⁸; es decir:

$$7. \text{Desalineamiento} = (\text{TCR} - \text{TCRe}) / \text{TCRe}$$

En las gráficas 7 y 8, se muestra el grado de los desalineamientos del TCR durante los años de la muestra. Tal como se puede apreciar, el grado o la magnitud de los desalineamientos han sido relativamente pequeños, el promedio del valor absoluto de la muestra es de 1.44% y el mayor desalineamiento se presentó en junio de 1995, con un 4.72%. Sin embargo, dado que la serie del TCR observado presenta una variación mínima (con una desviación estándar del 3.43% para un índice del tres cifras), es de esperarse que el TCRe también muestre este comportamiento, pues el TCRe, sería en cierta forma el valor de tendencia o de largo plazo de la serie de TCR observada. Por lo que, para el caso de Nicaragua, desalineamientos pequeños en el TCR podrían provocar efectos profundos sobre el aparato productivo del país; especialmente, si estos desalineamientos no desaparecen con rapidez. De las gráficas anteriores, se puede observar que la economía ha presentado un TCR sobrevaluado por un período de 19 meses; un período así de prolongado bien podría haber socavado la capacidad exportadora del país –este tópico no se investiga, por estar fuera del alcance del documento–.

Otra manera de analizar la magnitud del desalineamiento del TCR, en vista de la escasa variación en el TCR observado, es a través de ver cada desequilibrio como una proporción del máximo desequilibrio de los últimos 8 años (tal como se presenta en la gráfica 9). Bajo esta transformación, el desalineamiento del TCR presente desde de abril del 2001 puede apreciarse desde otra perspectiva; pues, por ejemplo, para el mencionado período de 19 meses el promedio del grado del desalineamiento es del 17%, y muestra un máximo de 40% en febrero del 2002, con respecto al máximo de toda la muestra, cifras que pueden considerarse como elevadas.

²⁸ Consúltense *Hinckle y Montiel (1994)*, *Kalinda (2001)*, *MacDonald y Ricci (2003)* para una mayor referencia a cerca de esta definición. Para calcular el TCRe, se utilizan las variables observadas de los determinantes del TCR, y posteriormente se obtiene el valor de tendencia por medio de un filtro Hodrick-Prescott.

Gráfico - 7 Tipo de cambio real de equilibrio
Base = 100

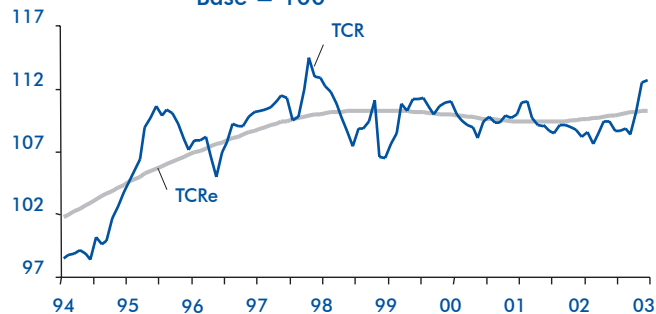
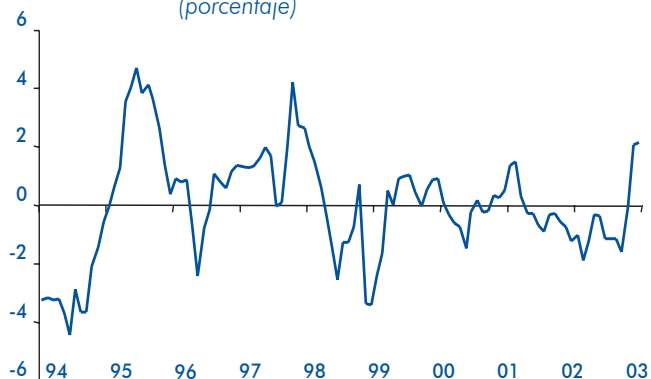
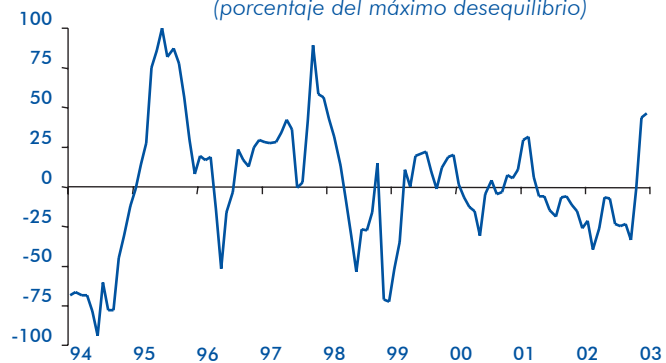


Gráfico - 8 Desalineamiento
(porcentaje)



En punto interesante, a cerca del comportamiento del desalineamiento, es que en los últimos dos meses de 2002, se puede apreciar un salto en el desalineamiento del TCR; lo que puede ser un indicio de un cambio en la tendencia. Sin embargo, todo desalineamiento es un desequilibrio y, aún siendo positivo, no es deseable; debido a que en este caso de prolongarse por mucho tiempo esta situación, podría elevar la tasa de inflación esperada y producir desempleo en el sector no transable.

Gráfico - 9 Desalineamiento
(porcentaje del máximo desequilibrio)



E- El modelo de corrección de errores y la transmisión de los movimientos del tipo de cambio a precios (pass-through)

Una forma de conocer si un desalineamiento desaparecerá en el corto plazo o si se mantendrá por mucho tiempo es a través de un modelo de corrección de errores; ya que a simple vista podría esperarse que este se mantuviera por mucho tiempo, más aún después de ver un desalineamiento continuo de 19 meses. No obstante, la continuidad de este desalineamiento podría haber sido provocado no sólo por un único shock sino por una continuidad de ellos, prolongando así el desequilibrio por casi dos años. De ahí la importancia de estimar un modelo de corrección de errores, que ayude a estimar la duración del desequilibrio ante un shock -de una sola vez-; y que además, nos permita conocer los causantes de los desalineamientos.

Con el modelo de corrección de errores (MCE), se trata de modelar la dinámica de ajuste de un sistema que contiene un vector de equilibrio o de cointegración. Lo anterior, se realiza a través de estimar una regresión en diferencias entre la variable a explicar y las variables determinantes del equilibrio de largo plazo, de manera contemporánea y rezagada. Además, dentro de esta ecuación de corto plazo, se pueden agregar otras variables que no mantienen un relación en el largo plazo con la variable dependiente, pero que ayudan a explicar los movimientos de corto plazo de ésta²⁹. El MCE a estimarse dentro de este documento, puede representarse por medio de la siguiente ecuación:

$$\Delta TCR_t = \alpha + \gamma \text{residuo}_{t-1} + \sum \beta_i \Delta Z_{i(t-p)} + \sum \beta_m X_{m(t-p)} + \varepsilon_t$$

Donde el símbolo Δ significa primeras diferencias, es decir $\Delta Z_t = Z_t - Z_{t-1}$; la primera doble sumatoria es para representar a las variables que presentes en el vector de cointegración, con p rezagos. La segunda doble sumatoria, representaría las variables que no están dentro del vector de cointegración, pero contribuyen a explicar la

²⁹ Una característica distintiva del MCE, es la presencia del residuo de la ecuación de cointegración rezagado en un período. Este término es el factor de ajuste del modelo y su coeficiente indica la velocidad con que un shock específico se elimina.

varianza del TCR en diferencias. El coeficiente γ mide la velocidad de ajuste hacia el equilibrio, o específicamente para este caso, hacia el TCR_e.

La estimación del modelo, se inicia con un nivel de rezagos de seis que se considera adecuado (considerando el tamaño de la muestra, y el número de variables presentes en la estimación); y se introdujeron diferentes variables que se consideraban podrían ayudar a explicar los movimientos en el corto plazo del TCR. En la tabla 4, se presenta el modelo que resulta después de haber eliminado todas aquellas variables y/o rezagos no significativas al 10 por ciento³⁰. Donde como antes se mencionó, RT son las restricciones al comercio, G es el gasto de gobierno a producto, TOT son los términos de intercambio, IMAE es el índice de actividad económica, TCR es el tipo de cambio real, y FE son el ingreso de flujos externos (préstamos y donaciones). Los resultados obtenidos y sus implicaciones teóricas, pueden resumirse de la siguiente forma:

- 1- El coeficiente de ajuste es de -0.17 , lo cual indica que la vida media de un shock es de 3.7 meses³¹; un noventa por ciento en 12 meses y el efecto total en 24 meses.
- 2- Los rezagos de las diferencias de todos los determinantes del TCR_e son significativos en la regresión de corto plazo. Lo anterior, significa que las expectativas de los agentes económicos provocan el surgimiento de desalineaciones en el TCR; las cuales podrían ser del tipo adaptativas (esto no se investiga en el documento).
- 3- El coeficiente de la diferencia de los TOT es negativo. Por lo tanto, en el corto plazo, el efecto ingreso provoca desalineamientos del equilibrio. En el largo plazo, sin embargo es el efecto sustitución el que domina.

³⁰ En esta presentación el número en el paréntesis indica el rezago. El ajuste de este modelo o el R^2 , es de 0.44, y los análisis de diagnóstico indica la ausencia de autocorrelación, heterocedasticidad y cambio estructural (estos resultados no se muestran en el cuerpo del trabajo por cuestiones de espacio, pero pueden ser solicitados a los autores).

³¹ La vida media se define como el tiempo necesario para eliminar el 50% de un shock. Esto se obtiene con la ecuación siguiente: $t = \ln(1-x)/\ln(1-|\lambda|)$, donde x es el porcentaje del shock a eliminar y $|\lambda|$ es el valor absoluto del coeficiente de velocidad de ajuste. t está en meses.

- 4- Hay una nueva variable respecto a las usadas en el vector de cointegración: los flujos externos, que dado que es estacionaria dentro de esta ecuación se introduce en niveles. Se encuentra que el impacto de los flujos externos sobre el TCR en el corto plazo, es acorde con la teoría al ocasionar una apreciación en el TCR. Un punto discutible dentro de esta ecuación, es el referente al signo positivo de esta variable, en el rezago seis; sin embargo, esto puede ser el reflejo de un proceso de ajuste natural, ya que esta variable en el largo plazo no afecta al TCR. Notar como los parámetros son prácticamente iguales; además, el eliminar este rezago no influye sobre los resultados obtenidos.
- 5- Un punto interesante, de los resultados del MCE es que variables monetarias como el tipo de cambio nominal y el crecimiento de la base monetaria, no resultaron significativas dentro de la estimación; lo cual, no necesariamente significa que estas no influyan en el corto plazo sobre el TCR, sino que podría ser el reflejo de que su impacto es absorbido por algunas de las variables en diferencia en el modelo, probablemente por las diferencias rezagadas del mismo TCR, o bien, podría deberse a la presencia de un alto *pass through*.

F- El pass through dentro de la economía nicaragüense

Dado los resultados encontrados en el MCE, se realizó una regresión entre el índice de precios de Nicaragua y un índice de precios externos como determinante de largo plazo (cointegración). Con esta regresión, se busca estimar el porcentaje que de una devaluación se traslada a precios, en otras palabras el *pass through*. Si el *pass through* es del 100%, los movimientos en el tipo de cambio nominal se transmiten totalmente a precios; lo que explicaría el hecho de que las variables monetarias no influyan en el TCR³².

En este proceso también influye la velocidad de ajuste, pues para efectos prácticos, si la velocidad de ajuste es muy baja, aún con una transmisión total a pre-

³² Se está pensando en una definición bilateral de $TCR = (TC)(P^*)/P$. Si un aumento en el índice de precios externos, que es el numerador, se transmite en el largo plazo íntegramente a P , significaría que el TCR no sufriría cambios.

Tabla - 4 Modelo de corrección de errores

Variables	Coefficiente	t-stadístico
Z _t	-0.17	(-4.1)
Δ RT (-3)	0.02	(3.6)
Δ RT (-4)	0.02	(2.5)
Δ G (-2)	-0.02	(-2.7)
Δ TOT (-1)	-0.03	(-2.02)
Δ IMAE	0.07	(4.04)
Δ IMAE (-1)	0.08	(4.4)
Δ IMAE (-2)	0.03	(1.80)
Δ IMAE (-5)	0.06	(3.6)
Δ IMAE (-6)	0.05	(2.7)
Δ TCR (-1)	0.22	(2.6)
Δ TCR (-2)	0.18	(2.1)
Δ TCR (-3)	0.16	(1.9)
Δ FE (-2)	-0.0029	(-3.4)
Δ FE (-6)	0.0026	(3.1)

Nota: Z_t es el vector de cointegración

cios se podría pensar en que, en el corto plazo, los movimientos en el tipo de cambio nominal poseen un efecto sobre el TCR. La regresión estimada, es la siguiente:

$$9. \Delta \ln P_{sub_t} = 0.07 - 0.33[\ln P_{sub_{t-1}} + 1.03 \ln(TC P^*)_{t-1}] - 0.51 \Delta \ln P_{sub_{t-2}} + 0.43 \Delta \ln(TC P^*)_{t-2}$$

Donde P_{sub} es el índice de precios subyacente para Managua, TC es el tipo de cambio, y P^* es un índice de precios de exportaciones de E.U. obtenido de las publicaciones del Bureau of Labor Statistics³³.

³³ Se utilizaron datos desestacionalizados, con el objeto de no usar dummies estacionales dentro de la estimación (y así no perder grados de libertad).

Los resultados, nos muestran que el coeficiente del pass through es de 1.03, y bajo un test de Wald resulta no ser diferente de 1. Es decir, que la transmisión de los movimientos en el tipo de cambio nominal se trasladan enteramente a precios, por lo menos dentro de la muestra utilizada que abarca de junio de 1999 a febrero de 2003. Por otra parte, se encontró que la velocidad de ajuste es de -0.33 , que resulta ser de casi el doble de la velocidad de ajuste del TCR; es decir, que el tiempo en meses para que se ajuste o desaparezca el 50% de una variación en el tipo de cambio, es de apenas 1.7 meses (el total desaparece en 11.5 meses).

Estos resultados, confirman las apreciaciones o resultados obtenidos a través del MCE del TCR; acerca de que en el caso de Nicaragua los movimientos en el tipo de cambio no generan ningún impacto en el TCR. Sin embargo, durante el período de estimación, no se presentaron ajustes complementarios a la política de micro devaluaciones, por lo que estos resultados deberían de ser tomados con reservas, pues tal como se puede encontrar en Edwards (2001) existen otros factores que influyen en este proceso (tales como las rigideces en los salarios, la intensidad en el uso de bienes transables dentro del sector no transable, etc.).

Anotaciones Finales

En el presente trabajo se analizó el comportamiento del TCR de 1990 hasta 2002, y se encontró que en el caso de la economía nicaragüense los determinantes del TCR en el largo plazo son: las restricciones al comercio exterior, el gasto gubernamental, el cambio tecnológico y los términos de intercambios. Por otra parte, se encontró que en el corto plazo las variables de tipo monetario -como el tipo de cambio nominal- no influyen sobre el TCR debido al alto pass through presente dentro de la economía; que ocasiona que toda variación en el tipo de cambio se convierta en movimientos similares en la tasa de inflación en un tiempo sumamente corto (un 50% del shock nominal desaparece en 1.7 meses, y el 100% en 11.5 meses).

En términos de política, el presente documento proporciona estimaciones puntuales acerca del impacto de los determinantes del TCR, del *pass through* y de la velocidad de ajuste del TCR ante un *shock*; lo que facilitaría futuras evaluaciones de la política monetaria y cambiaria

implementada por el BCN. En cuanto a las lecciones de política, se puede mencionar que la evidencia empírica nos señala que la competitividad del país es escasamente influenciada por las acciones de la política cambiaria; por lo que si las autoridades desean impulsar acciones que fomenten la competitividad del país, estas deberían de estar enfocadas a: fomentar una mayor apertura comercial, disminuir el gasto público y asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas (especialmente después de que el país logre el punto de culminación para acceder a la HIPC), aumentando la inversión pública en proyectos de infraestructura (que posean una rentabilidad social adecuada) y en la modernización de las instituciones públicas.

En este sentido, es importante mencionar que las actuales medidas implementadas por la actual administración en cuanto a: el ajuste fiscal, la firma del tratado de libre comercio con Estados Unidos, y el futuro destino de mayores recursos públicos al mejoramiento de la infraestructura física e institucionalización del Estado; son medidas que en un futuro ayudaran a incrementar la competitividad internacional del país. De hecho, tal como se mencionó anteriormente, tanto el ajuste fiscal como el del sector no transable parece que han tenido un impacto positivo en el TCR propiciando una depreciación real en los últimos meses de 2002 -y que parece mantenerse hasta marzo de 2003-. Revirtiéndose de esta forma el desalineamiento negativo mostrado por el TCR desde inicios de 2001.

Con respecto al grado del desalineamiento del TCR, dado que resulta ser mínimo, un ajuste del tipo monetario -tal como lo proponen Edwards y Vergara (2001)- no resulta recomendable debido al efecto negativo que posee este tipo de medidas sobre los balances de las empresas y las familias; problema que es agravado por el descalce de monedas presente en éstas. Por lo que un ajuste de este tipo, significaría un costo demasiado alto que difícilmente podría ser compensado por la ganancia proveniente de la devaluación real del tipo de cambio; véase Hinkle y Montiel (1999) para una mayor referencia en este punto. Además otro costo relacionado con este tipo de medidas, es que dado el actual régimen cambiario adoptado por las autoridades, el precio de los transables es el ancla nominal de la política monetaria, por lo que el efecto de un movimiento en esta necesariamente implicaría una pérdida de credibilidad del BCN.

Por último, las futuras líneas de investigación deberían estar encaminadas a analizar la estructura de costos del sector no transable, y el grado de rigidez del mercado laboral; ya que, como se mencionó anteriormente, de la reacción de estos sectores depende la efectividad de una devaluación en generar una ganancia real de competitividad. Otros temas de interés, desde el punto de vista de política, en los que se requiere realizar esfuerzos de investigación es referente al impacto o la relación entre la política monetaria y el tipo de cambio; en especial, acerca de como las acciones de política se trasladan o impactan en las expectativas de los agentes económicos, dado que estas impactan directamente sobre el TCR en el corto plazo.

Bibliografía

Baffes, John, Elbadawi, Ibrahim, O'Connell, Stephen, "Single- Equation Estimation of the Equilibrium Real Exchange Rate", Policy Research Working Paper, Banco Mundial, Agosto 1997.

Cady, John, "The Equilibrium Real Exchange Rate of the Malagasy Franc: Estimation and Assessment", FMI Working Paper 03/44 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Chowdhury, Mamta, "The Determinants of Real Exchange Rate: Theory and Evidence from Papua New Guinea", Asia Pacific School of Economics and Management Working Papers 99-2.

De Gregorio, José, Giovannini, Alberto, Wolf, Holder, "International Evidence on Tradable and Nontradable Inflation", European Economic Review 38 (1994), 1225-1244.

Edwards, Sebastian, "Debt Relief and Fiscal Sustainability", NBER Working Paper No 8939, Issued, Mayo 2002.

Edwards, Sebastian, "Real and Monetary Determinants of Real Exchange Rate Behavior: Theory and Evidence from Developing Countries", NBER Working Paper Series No. 2721, Septiembre 1988.

Edwards, Sebastian, "Exchange Rate Misalignment in Developing Countries", Universidad de California, Los Angeles y NBER, Discussion Paper No. 442, Mayo 1987.

Edwards, Sebastian, "Real Exchange Rates, Competitiveness and Macroeconomic Adjustment in Nicaragua", Universidad de California, Los Angeles; Julio 1992.

Edwards, Sebastian, y Rodrigo Vergara, "La Política Macroeconómica en Nicaragua: Evaluación y Opciones" UCLA y CEP, Septiembre 2001

Ellis, Luci, "Measuring the Real Exchange Rate: Pitfalls and Practicalities", Economic Research Department, Reserve Bank of Australia, Agosto 2001.

Granger, Clive W.J., "Some Properties of Time Series Data and Their Use in Econometric Model Specification", Journal of Econometrics No. 16, 213-276.

Hinkle, Lawrence y Montiel, Peter, "Exchange Rate Misalignment: Concepts and Measurement for Developing Countries", Publicación del Banco Mundial, Oxford University Press, 1999.

Kalinda, Beatrice, "Long-Run and Short-Run Determinants of the Real Exchange Rate in Zambia", Universidad de Göteborg, Departamento de Economía, Working Papers in Economics No. 40, Abril 2001.

Kenneth Rogoff, "The Purchasing Power Parity Puzzle", Journal of Economic Literature, Volume 34, Issue 2 (Junio 1996), 647-668.

Johansen, Soren, "Statistical Analysis of Cointegration Vectors", Journal of Economic Dynamics and Control, No. 12, 231-254.

Le Fort, Guillermo, "La Política Monetaria, el Tipo de Cambio Real y el Encaje al Influjó de Capitales: Un Modelo Analítico Simple", Banco Central de Chile, Documento de Trabajo 36, Diciembre 1998.

MacDonald, Ronald y Ricci, Luca, "Estimation of the Equilibrium Real Exchange Rate for South Africa", FMI Working Paper 03/44 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Maddala, y In-Moo, "Unit Roots, Cointegration, and Structural Change", Cambridge University Press, 1999.

Razin, Ofair, Collins, Susan, "Real Exchange Rate: Misalignments and Growth", NBER Working Paper 6174, Septiembre 1997.

Taylor, John, "Uso de las Reglas de Política Monetaria en Economías de Mercado Emergentes", Conferencia por el 75 aniversario del Banco de México, "Estabilización y Política Monetaria: La Experiencia Internacional" celebrada en noviembre 14 y 15 de 2000.

Whitt, Joseph Jr., "The Long-Run Behavior of the Real Exchange Rate: A Reconsideration", Journal of Money, Credit and Banking, Volume 24, Issue 1 (Febrero 1992), 72-82.

