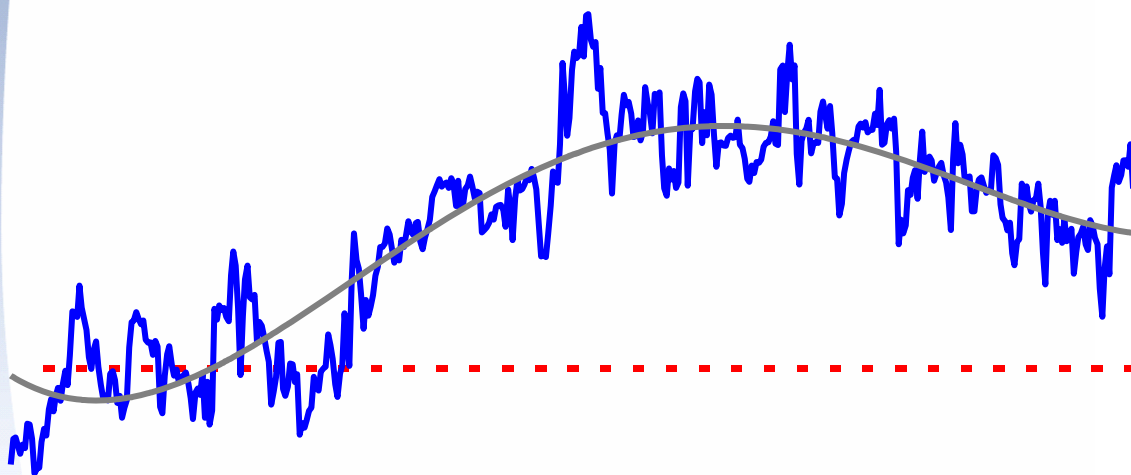


Boletín Financiero

Año 4 - Junio 2007 – No. 9



Banco Central de Nicaragua

UNIDAD DE ESTUDIOS FINANCIEROS

CONTENIDO

Pág. 2 Desempeño de las
intermediarias financieras

Pág. 11 Desempeño de empresas de
seguro

Pág. 16 Desempeño del mercado de
valores

Pág. 20 Determinantes del ROE
bancario:
Un enfoque de estabilidad financiera

Pág. 24 Compendio Estadístico

Consejo Editorial:

Carlos Cerda Garcia
Gerente Financiero

Leonel Torres R.
Jefe Unidad de Estudios Financieros

Justo Montenegro C.
Coordinador

Unidad de Estudios Financieros
Banco Central de Nicaragua

Tel: (505) 255-7171
Fax: (505) 265-0559
Apartado Postal 2252, 2253
Managua, Nicaragua

www.bcn.gob.ni

Colaboradores:

Jimmy Cárdenas C.
Francisco Cedeño O.
Uriel Cerna J.
David Mayorga H.
Marcela Tapia M.

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

Desempeño de las intermediarias financieras¹ en el segundo trimestre 2007

Las intermediarias financieras continúan mostrando un comportamiento adecuado y estable, reflejado principalmente en su tasa de solvencia, medida a través de la adecuación de capital, liquidez y rentabilidad. Sobresalen las tasas de crecimiento en los activos, cartera y en menor grado en los depósitos. Se observa también un reacomodo del portafolio de activos, con tendencia hacia una mayor participación de cartera y menores inversiones en títulos valores. Por otra parte, ha sido notorio el incremento en los gastos administrativos, los cuales en la mayoría de las instituciones se relaciona con una estrategia de expansión. Se espera una estabilidad de los mismos en el futuro.

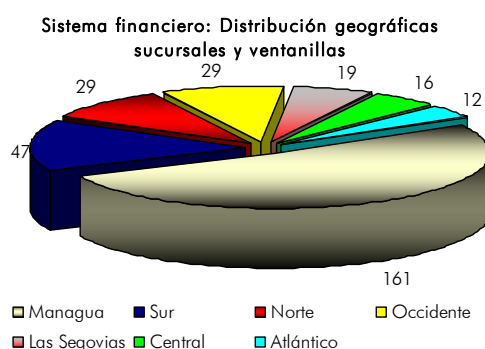
Dentro de las normativas aprobadas durante el segundo trimestre del 2007 por la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras (SIBOIF), sobresalen la norma sobre gestión de riesgo de liquidez y calce de plazos, norma para el traspaso, transferencia o adquisición de acciones de instituciones financieras supervisadas y norma para determinar límites de operaciones activas entre instituciones financieras, unidades de interés y partes relacionadas. En este sentido, se observa una clara tendencia a reforzar la gestión y manejo de riesgo de las instituciones financieras a través de estas nuevas normativas.

Generalidades

¹ Las intermediarias financieros se refiere a los bancos e instituciones financieras autorizadas por la SIBOIF a realizar operaciones de intermediación con recursos obtenidos del público en forma de depósitos o cualquier otro título.

NOTA: El presente informe fue elaborado tomando como base la información del sistema financiero proporcionada por la SIBOIF

Al cierre de junio de 2007, las intermediarias del sistema financiero nicaragüense estaban conformadas por siete bancos comerciales y tres empresas financieras. A esta fecha, dichas instituciones financieras poseían una red a nivel nacional de 313 sucursales y ventanillas (259 a junio de 2006). De este total 262 pertenecen a los bancos comerciales y 51 a las financieras. Cabe destacar que el 51.4 por ciento de las sucursales y ventanillas se ubicaban en Managua. A esta misma fecha, el sistema financiero nacional operó con 7,158 empleados permanentes.



Activos

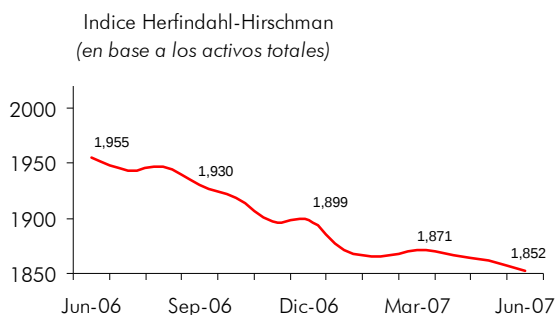
Al 30 de junio 2007, los activos totales del sistema financiero nacional sumaron 59,543.8 millones de córdobas (equivalentes a US\$3,228.4 millones) con un crecimiento interanual de 15.1 por ciento.

Sistema financiero: activos totales
(millones de córdobas)

	Jun-06	Dic-06	Jun-07	Participación %			Variación %	
				Jun-06	Dic-06	Jun-07	Jun-06/Jun-07	Dic-06/Jun-07
Activo Total	51,748.1	54,164.4	59,543.8	100.0	100.0	100.0	15.1	9.9
Disponibilidades	11,186.9	11,867.4	12,745.2	21.6	21.9	21.4	13.9	7.4
Inversiones	11,500.5	9,422.0	10,153.8	22.2	17.4	17.1	-11.7	7.8
Cartera neta	26,388.2	30,295.9	33,723.5	51.0	55.9	56.6	27.8	11.3
Otros	2,672.5	2,579.1	2,921.2	5.2	4.8	4.9	9.3	13.3

Concentración de Activos

El sistema financiero presentó un alto grado de concentración, con las dos entidades de mayor tamaño representando el 50.2 por ciento de los activos totales. En este sentido, el Índice Herfindahl-Hirschman,² que mide el grado de concentración en la industria bancaria, obtuvo un nivel de 1,852 en junio de 2007 (1,955 en junio de 2006). En el último año se observa una tendencia decreciente de este índice, debido en parte a una menor participación de los activos de uno de los bancos más grande. Sin embargo, el sistema financiero continúa presentando un alto nivel de concentración.



Cartera de Créditos

La cartera bruta alcanzó un monto de 35,020.5 millones de córdobas (equivalente a US\$1,898.8 millones), con lo cual el

crecimiento se desaceleró a 27.9 por ciento, (34.9% en junio 2006). El crédito se distribuyó en los siguientes sectores: comercial (29.1%), tarjetas de crédito (17.4%), personal (14.7%), vivienda (13.8%), industrial (8.4%), agrícola (7.2%), y otros (9.4%). Los sectores comercio y consumo (tarjetas de crédito y personal) continúan siendo los de mayor importancia, al representar 61.2 por ciento de la cartera de créditos.

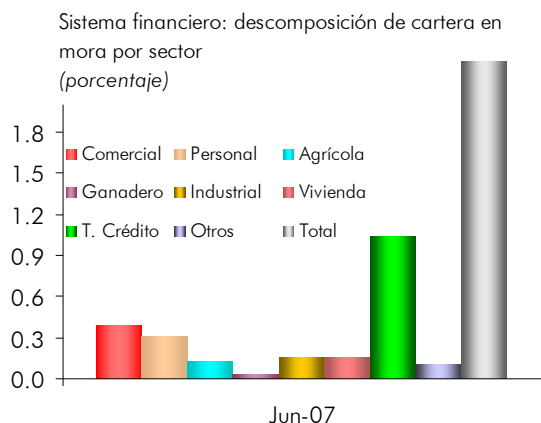
Durante el último año, el mayor crecimiento en la participación de la cartera correspondió al sector de tarjetas de crédito con 2.1 puntos porcentuales, mientras que el sector industrial disminuyó su participación en 2.8 puntos porcentuales.

Al finalizar el segundo trimestre de 2007, la cartera de créditos pactada en dólares representó 82.7 por ciento de la cartera total, aunque con una leve tendencia a la baja ya que la participación disminuyó 0.6 puntos porcentuales con respecto a lo mostrado doce meses atrás.

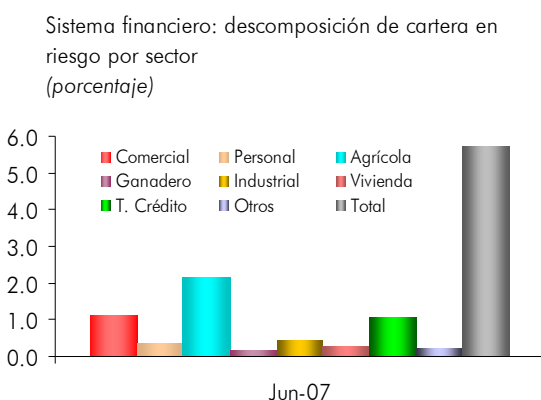
Las intermediarias registraron provisiones para cartera de créditos por 1,296.9 millones de córdobas, mostrando un incremento interanual de 31.2 por ciento. La cobertura sobre cartera vencida fue de 1.6 veces, mientras que la razón de cartera vencida sobre cartera total se ubicó en 2.3 por ciento, implicando una desmejora de 0.2 puntos porcentuales respecto al mismo periodo del año anterior. Esto debido a que la cartera en mora incrementó en mayor proporción que la

² El Índice Herfindahl-Hirschman (IHH) se calcula sumando los cuadrados de las participaciones de mercado de cada firma en términos de activos totales. Para fines de regulación monopólica, en los Estados Unidos se considera que un nivel del IHH mayor a 1,800 refleja un mercado concentrado, en cuyo caso las fusiones se analizan con mucho detenimiento.

cartera total, principalmente en los sectores comercial y personal.



Por su parte, la cartera en riesgo, que comprende créditos vencidos, créditos en cobro judicial, créditos prorrogados y créditos reestructurados, representó 5.7 por ciento de la cartera bruta. Comparado con el año anterior, ésta mostró una mejora de 0.9 puntos porcentuales.



Calificación de Cartera

A junio de 2007, el 94.9 por ciento de los créditos fue clasificado como créditos de bajo riesgo, dentro de las categorías A y B. Esta clasificación presentó un cambio interanual positivo de 0.5 puntos porcentuales. Cabe destacar que la cartera D y E mantuvo una baja participación representando el 2.5 por ciento de la cartera total.

Sistema financiero: calificación de la cartera (porcentaje)

	Jun-06	Dic-06	Jun-07
A	90.1	90.6	90.0
B	4.2	4.4	4.9
C	3.2	2.9	2.6
D	1.7	1.4	1.7
E	0.8	0.7	0.9

Fuente: SIBOIF

Distribución del crédito por región geográfica

Al cierre del segundo trimestre de 2007, el saldo de cartera de crédito en Managua representó 79.3 por ciento del total de cartera bruta. La región del Atlántico y Río San Juan fueron las que menor grado de participación presentaron, al concentrar cada uno menos del 1 por ciento de la cartera total.

Sistema financiero: Saldos de cartera total por región

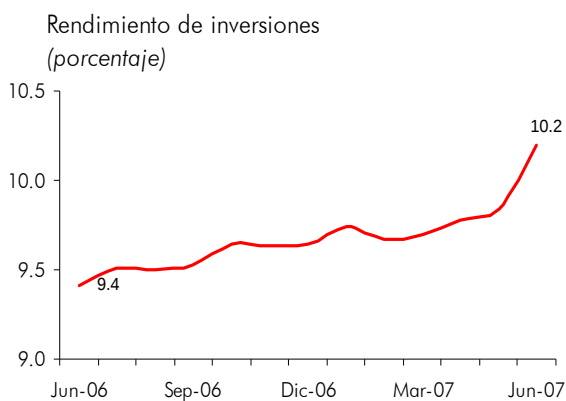
Región	Créditos (millones C\$)	Participación Porcentaje
Las Segovias	1,023.3	2.9
Occidental	1,666.4	4.8
Managua	27,787.6	79.3
Sur	1,490.5	4.3
Central	722.9	2.1
Norte	2,016.0	5.8
Atlántico	300.1	0.9
Río San Juan	13.6	0.0
Total	35,020.5	100.0

Inversiones

En lo que respecta a las inversiones del sistema financiero, éstas totalizaron 10,153.8 millones de córdobas, lo que representó una disminución interanual de 11.8 por ciento. Esta reducción se debe principalmente a redenciones netas de inversiones en instituciones financieras del exterior por 817.8 millones de córdobas, títulos públicos del Banco Central de Nicaragua (BCN) por 310.5 millones de córdobas y del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) por 110.9 millones de córdobas. Cabe señalar que las

redenciones netas estuvieron influenciadas por los vencimientos parciales de los bonos bancarios por 397.1 millones de córdobas durante este trimestre. Dentro de la composición del portafolio, las inversiones en títulos públicos tuvieron gran relevancia en las inversiones totales del sistema (45.9% en títulos del MHCP y 37.4% en títulos del BCN).

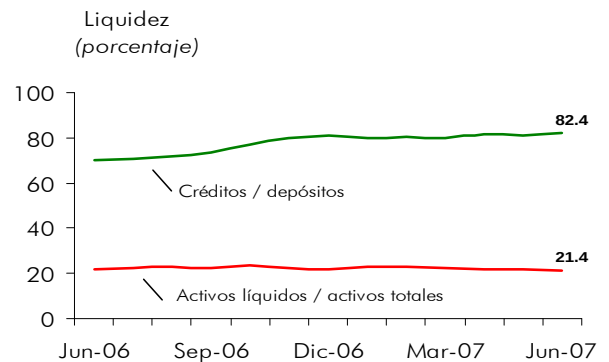
La rentabilidad de las inversiones totales ascendió a 10.2 por ciento, mostrando un aumento interanual de 0.8 puntos porcentuales. Esta variación se debió en parte a que los bancos aumentaron su concentración en títulos de largo plazo, que presentan mayor rendimiento que los títulos de corto plazo, ya que a junio 2007, las inversiones a largo plazo representaron 91.5 por ciento del total del portafolio (superior al 81.1% registrado a junio 2006).



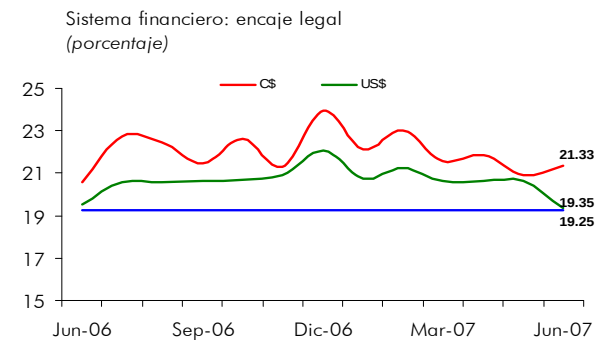
Liquidez

Los activos líquidos, definidos como las disponibilidades en moneda nacional y extranjera, representaron 21.4 por ciento de los activos totales, lo que significó una disminución interanual de 0.2 puntos porcentuales. No obstante, la liquidez del sistema continúa en niveles apropiados. Entre los elementos que influyeron en la alta

liquidez del sistema sobresale la redención neta de títulos valores del estado.



En lo que respecta al encaje legal, durante el segundo trimestre del año el sistema financiero nacional cumplió ampliamente en ambas monedas el encaje requerido de 19.25 por ciento. El encaje efectivo en moneda nacional de la última semana de junio de 2007 fue 21.3 por ciento (20.6 % en junio de 2006) y en moneda extranjera el encaje efectivo se ubicó en 19.3 por ciento (19.5 % en junio de 2006).



Pasivos

Los pasivos totales del sistema financiero totalizaron 53,696.6 millones de córdobas (equivalentes a US\$2,911.4 millones), con un crecimiento interanual de 14.4 por ciento.

Del total de pasivos, el 79.1 por ciento correspondió a depósitos del público en ambas monedas, disminuyendo su participación en 3.8 puntos porcentuales en comparación a junio de 2006. Por su parte, las obligaciones del sistema financiero con la Financiera Nicaragüense de Inversiones (FNI) y otras instituciones representaron 16.2 por ciento del total de pasivos, aumentando su participación interanual en 2.7 puntos porcentuales.

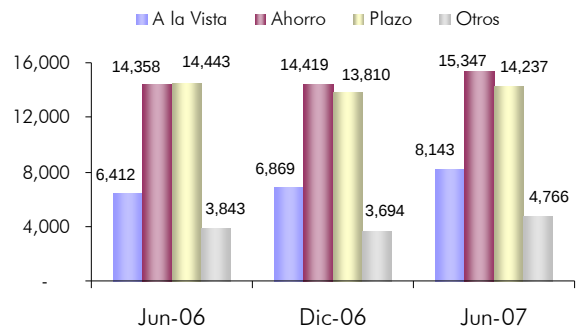
Sistema financiero: pasivos totales
(millones de córdobas)

	Jun-06	Dic-06	Jun-07	Participación %			Variación %	
				Jun-06	Dic-06	Jun-07	Jun-06/Jun-07	Dic-06/Jun-07
Pasivo Total	46,957.8	48,857.0	53,696.6	100.0	100.0	100.0	14.4	9.9
Depósitos del Público	39,055.4	38,792.8	42,493.2	83.2	79.4	79.1	8.8	9.5
Obligac. con FNI y otros	6,341.1	8,458.1	8,692.6	13.5	17.3	16.2	37.1	2.8
Otros Pasivos	1,561.3	1,606.1	2,510.8	3.3	3.3	4.7	60.8	56.3

Depósitos del Público

A junio de 2007, los depósitos del público ascendieron a 42,493.2 millones de córdobas, (equivalente a US\$2,303.9 millones) con la siguiente estructura: depósitos de ahorro (36.1%), a plazo (33.5%), a la vista (19.2%) y otros (11.2%). En términos de participación de los depósitos totales, los depósitos a la vista aumentaron en 2.7 por ciento con respecto a junio de 2006, mientras que los depósitos a plazo disminuyeron su participación 3.5 por ciento durante el mismo periodo. En comparación con diciembre 2006, los depósitos del público aumentaron en 9.5 por ciento.

Depósitos por modalidad
(millones de córdobas)



Los depósitos en dólares siguen reflejando un alto porcentaje dentro de los depósitos totales al representar el 65.9 por ciento. Sin embargo, esta participación disminuyó 1.8 puntos porcentuales con respecto a junio de 2006.

Distribución de depósitos por región geográfica

A junio de 2007, los depósitos del sector financiero continúan concentrados en Managua, representando éstos el 75.2 por ciento de los depósitos totales. Al igual que en el caso de los créditos, la región del Atlántico y Río San Juan fueron las que menor grado de participación presentaron, al concentrar cada uno menos del 1 por ciento de los depósitos.

Sistema financiero: Depósitos totales por región

Región	Depósitos	Participación
	(millones C\$)	Porcentaje
Las Segovias	1,611.6	3.8
Occidental	2,605.6	6.1
Managua	31,953.0	75.2
Sur	2,978.4	7.0
Central	936.4	2.2
Norte	1,965.7	4.6
Atlántico	384.8	0.9
Río San Juan	57.7	0.1
Total	42,493.2	100.0

Al analizar la distribución de créditos y depósitos por región geográfica, se observa que, a excepción de la región norte, las demás regiones poseen superávit, es decir que captan más recursos que los que colocan en créditos. Cabe destacar que las regiones de Río San Juan y Sur son las que presentaron un mayor superávit.

Sistema financiero: Coeficiente déficit-superávit de captación y colocación de recursos

Región	Depósitos	Crédito	Depósito / crédito *
	(millones C\$)	(millones C\$)	Porcentaje
Las Segovias	1,611.6	1,023.3	1.6
Occidental	2,605.6	1,666.4	1.6
Managua	31,953.0	27,787.6	1.1
Sur	2,978.4	1,490.5	2.0
Central	936.4	722.9	1.3
Norte	1,965.7	2,016.0	1.0
Atlántico	384.8	300.1	1.3
Río San Juan	57.7	13.6	4.2
Total	42,493.2	35,020.5	1.2

* Depósito/crédito > 1, indica que la región posee superávit, capta más recursos que los que coloca

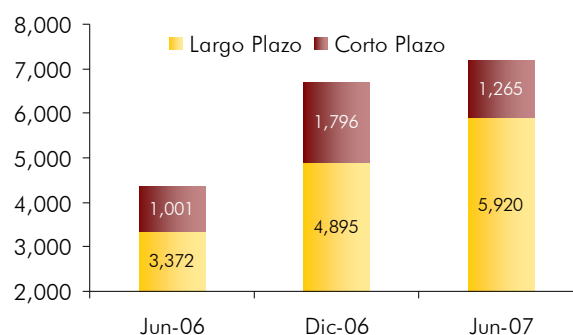
En términos agregados, el coeficiente de depósitos totales a créditos totales se ubicó en 1.2 veces, mostrando una disminución de 0.2 puntos con respecto al año anterior, reflejando el mayor incremento de 27.9 por ciento en los créditos, en comparación con los depósitos totales, los cuales crecieron 8.8 por ciento. Por lo anterior, se podría deducir que parte del aumento en los créditos fue fondeado con la redención neta de títulos. Esto sugiere un mejor apropiamiento de la actividad de intermediación por parte de las instituciones

financieras, impulsado principalmente por un proceso de diversificación de los ingresos financieros y menor exposición a inversiones en títulos del Estado.

Deuda externa

El financiamiento externo mostró un alto dinamismo al registrar un incremento interanual de 64.3 por ciento, alcanzando un saldo de 7,184.4 millones de córdobas. Este crecimiento fue posible por el financiamiento otorgado por los principales proveedores externos, tales como el BCIE, que concentró el 38.0 por ciento del saldo de la deuda a junio 2007, y la compañía Suiza Blueorchard, que concentró 6.2 por ciento del saldo de deuda a esta misma fecha. Los préstamos a corto plazo han reducido su participación, pasando el último año de 22.9 por ciento a 17.6 por ciento del total de deuda externa.

Sistema financiero: deuda externa (millones de córdobas)

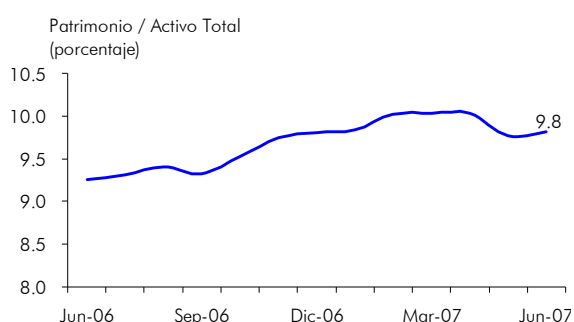


Patrimonio

El patrimonio contable del sistema financiero nacional alcanzó 5,847.1 millones de córdobas (equivalentes a US\$317.0 millones) con un crecimiento interanual de 22.1 por ciento. Esto representó 9.8 por ciento de los activos totales. El capital social alcanzó 51.1 por ciento del patrimonio, mientras que los resultados acumulados de ejercicios anteriores se ubicaron en 22.8 por ciento.

Adicionalmente, el resultado neto del periodo ascendió a 606.2 millones de córdobas, lo que representó 10.4 por ciento del patrimonio contable.

Durante el periodo enero-junio 2007, las intermediarias financieras capitalizaron 315.2 millones de córdobas y pagaron 248.6 millones de córdobas en dividendos.



Fuentes y usos

El análisis consolidado hasta el segundo trimestre de 2007 muestra que el 68.8 por ciento de los recursos canalizados al sistema financiero nicaragüense se originaron en depósitos del público, cuyo incremento a la fecha ascendió a 3,700.4 millones de córdobas. Adicionalmente, el 10.0 por ciento de los fondos se obtuvo del patrimonio (C\$539.7 millones), principalmente de utilidades retenidas, así como de las obligaciones con el BCN de donde se obtuvieron 309.5 millones de córdobas, equivalente al 5.8 por ciento de los fondos.

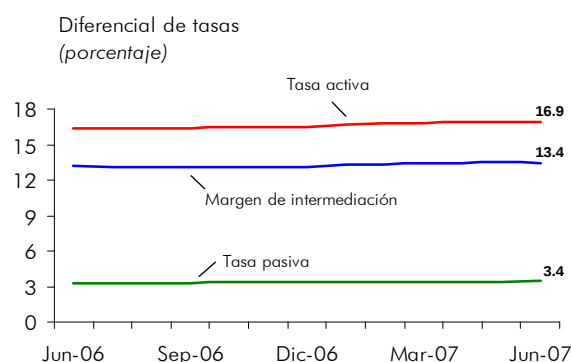
Durante este mismo periodo, el 63.7 por ciento de los recursos del sistema financiero (C\$3,427.6 millones) se destinó a incrementar la cartera de créditos, y el 16.3 por ciento se dirigió a fortalecer las disponibilidades (C\$877.9 millones, de las cuales en moneda nacional C\$746.6 millones y en moneda extranjera C\$131.2 millones).

Sistema financiero: fuentes y usos
(millones de córdobas)

	Dic-05/Jun-06		Dic-06/Jun-07	
	Fuentes	Usos	Fuentes	Usos
ACTIVO TOTAL				
Disponibilidades		2,542.9		877.9
Inversiones temporales		154.0		610.4
Inversiones permanentes	322.9			121.3
Cartera de créditos neta		3,297.5		3,427.6
Intereses y comis. x cobrar s/cartera		24.1		23.9
Otras cuentas por cobrar		45.4		82.4
Bienes de uso	0.9			137.7
Otros activos		182.1		98.1
PASIVO TOTAL				
Depósitos totales	3,817.0		3,700.4	
Otras obligaciones c/el público	207.2		273.3	
Obligaciones con instituciones	1,219.6		234.5	
Obligaciones con el BCN	11.2		309.5	
Otras ctas. por pagar y provisiones	79.3		231.3	
Otros pasivos		4.1	42.8	
Oblig. subord. conv. en capital		7.1	47.8	
PATRIMONIO	599.3		539.7	

Tasas de interés activa y pasiva implícita

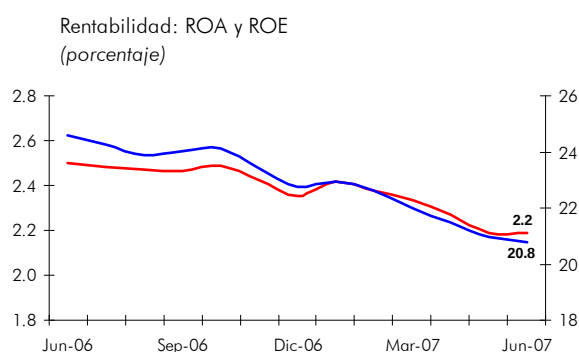
La tasa de interés activa implícita en el mercado nacional se ubicó en 16.9 por ciento (0.5 puntos porcentuales por encima de la observada a junio de 2006). Adicionalmente, la tasa de interés pasiva implícita por obligaciones con el público fue de 3.4 por ciento, mostrando un aumento interanual de 0.2 puntos porcentuales. Tomando en cuenta lo anterior, el diferencial de tasas se situó en 13.4 por ciento, superior al 13.2 por ciento obtenido en el mismo periodo del año anterior.



Rentabilidad

La rentabilidad sobre patrimonio (ROE) del sistema financiero nacional se colocó en 20.8 por ciento, presentando una reducción interanual de 3.8 puntos porcentuales. Adicionalmente, la

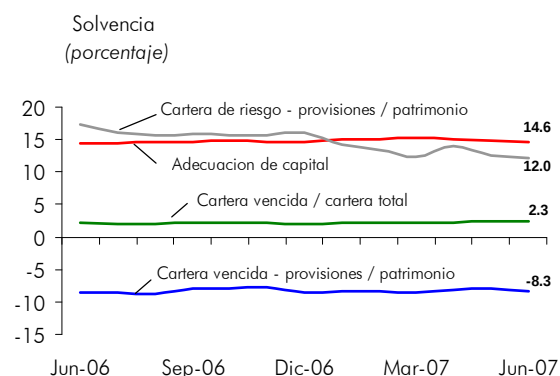
rentabilidad sobre activos totales (ROA), se ubicó en 2.2 por ciento, mostrando también una disminución de 0.3 puntos porcentuales con respecto a junio del año anterior. La reducción de la rentabilidad se originó en parte como consecuencia del incremento en gastos administrativos (34.7 % por encima del mismo periodo del año anterior), y a mayores provisiones de cartera, las cuales aumentaron en 31.2 por ciento con respecto al año anterior.



Solvencia

Durante el último año la cobertura patrimonial por cartera vencida presentó una desmejora en 0.3 punto porcentual, ubicándose en -8.3 por ciento. Este cambio resultó del aumento de la cartera vencida (41.1%), que no fue compensado por el crecimiento de las provisiones (31.2%). La exposición patrimonial por cartera de riesgo, que incluye créditos reestructurados y prorrogados, mejoró en 5.2 puntos porcentuales situándose en 12.0 por ciento (17.2 % en junio de 2006). Esta mejora se explica en parte por el menor crecimiento de la cartera en riesgo (10.4 %) con respecto al crecimiento de las provisiones.

En este contexto, la adecuación de capital se ubicó en 14.6 por ciento, mostrando un aumento de 0.3 puntos porcentuales con relación a junio del año anterior, lo cual es positivo ya que permitiría a las intermediarias financieras enfrentar una eventual materialización de los riesgos que enfrenta esta industria.



Retos, riesgos, oportunidades

La presencia de nuevos competidores globales en el mercado financiero nicaragüense no ha pasado desapercibida para los actores tradicionales. En la actualidad existe dentro del mercado un marcado dinamismo hacia la atención de nuevos nichos de mercado y regiones geográficas. En este sentido, se espera un ambiente más competitivo especialmente en el sector relacionado con PYMES y consumo donde será de gran relevancia para las diferentes instituciones financieras, principalmente las de origen local que no gozan de economías de escala, el óptimo manejo de una estructura de costos y fuentes de apalancamiento financiero baratas.

Adicionalmente, producto de un sistema global más integrado, es aún más prioritario para las diversas instituciones contar con una oportuna gestión de riesgos operativos. En ese sentido, se espera que las instituciones financieras supervisadas implementen en su totalidad normas de control de riesgo tecnológico y administración integral de riesgos en lo que resta del presente año.

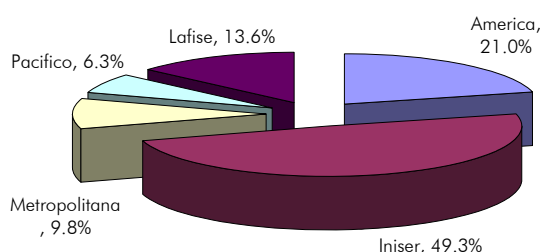
Desempeño de empresas de seguros en el segundo trimestre 2007

Al finalizar segundo trimestre del año 2007, la industria de seguros de Nicaragua estuvo conformada por cinco empresas aseguradoras, de las cuales cuatro pertenecen a grupos financieros que operan principalmente en el sector bancario. La otra empresa aseguradora constituye un ente autónomo gubernamental.

Aseguradoras de Nicaragua	Grupo Financiero
INISER	Ente autónomo gubernamental
Seguros América, S.A.	Grupo Financiero BAC
Seguros LAFISE, S.A.	Grupo LAFISE, S.A.
Metropolitana, S.A.	Grupo Financiero ASSA
Seguros del Pacífico, S.A.	Grupo Mundial

Los servicios de seguros fueron brindados a través de una red de 16 sucursales, de las cuales 7 operan en Managua, 4 en la región norte, 3 en la región de occidente, 1 en la región sur, y 1 en la región central del país. A la fecha, medido por sus activos, INISER mantuvo la mayor participación de mercado (49.3%), así como por cantidad de sucursales (50%). Al finalizar el período en estudio, existían 49 sociedades de corretaje³ y agencias de seguros y 16 corredores individuales autorizados.

Estructura de mercado
(participación % - activos totales)



³ Sociedades de corretaje son aquellas entidades conformadas legalmente por agentes vendedores de pólizas de seguros, quienes se conglomeran para ejercer la función de correduría o intermediación de pólizas.

En términos de regulación, durante el segundo trimestre del año 2007 la SIBOIF no dictó nuevas normas concernientes a las empresas aseguradoras. Sin embargo, hubo cambios en la composición de accionistas mayoritarios de dos aseguradoras. Metropolitana de Seguros fue adquirida por Grupo Financiero ASSA, como parte de las negociaciones realizadas para la compra del Banco de Finanzas, BDF. De igual modo, Seguros del Pacífico, empresa del Grupo Financiero UNO, fue adquirido en su totalidad por Grupo Mundial de Seguros.

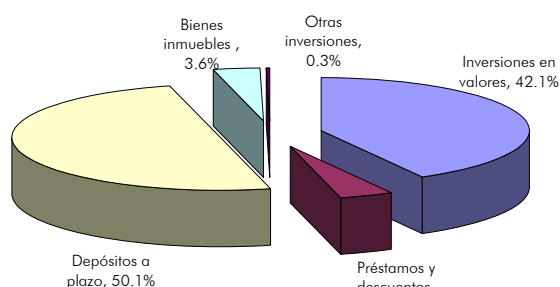
Activos

Al 30 de junio de 2007, el total de activos del sector asegurador ascendió a 2,122.5 millones de córdobas (equivalentes a US\$115.1 millones), lo que representó un crecimiento de 20.8 por ciento respecto a junio de 2006. El crecimiento interanual en activos obedeció principalmente a un aumento de 187.3 millones de córdobas en depósitos a plazo, equivalente a una tasa de crecimiento interanual de 39.7 por ciento.

Los activos de las empresas aseguradoras comprendieron en su mayoría inversiones, las que representaron el 62.0 por ciento (C\$1,315.9 millones) del total de activos. Dentro del portafolio de inversiones sobresalen los depósitos a plazo, los que presentaron un saldo de C\$659.1 millones, cantidad que equivale a 50.1% del total de inversiones. Los depósitos a plazo en su mayoría (91.1%) fueron realizados en moneda extranjera en bancos del país.

Por su parte, las inversiones en títulos valores neto de provisiones ascendió a 553.5 millones de córdobas (equivalente a 42.1% del total de inversiones). De éstas, correspondieron el 53.2 por ciento (C\$294.5 millones) a valores del gobierno

Estructura de inversiones
(participación %)



central, BCN, y entes autónomos, mientras que el 46.8 por ciento (C\$259.0 millones) se invirtió en valores de instituciones financieras nacionales y extranjeras, y empresas privadas.

La segunda partida de mayor relevancia dentro de los activos fue primas por cobrar⁴, las que presentaron un saldo de 310.2 millones de córdobas (14.6% del activo total), alcanzando un crecimiento interanual de 16.6 por ciento. Dentro de esta cuenta, primas por cobrar de pólizas aseguradoras de automóvil presentaron una participación de 34.0 por ciento (C\$105.6 millones), mientras que las primas por cobrar derivadas de las pólizas en concepto de incendios y líneas aliadas representaron el 20.7 por ciento (C\$64.2 millones). El total de reservas para primas por cobrar fue de 27.5 millones de córdobas, equivalente al 8.9% del total de primas por cobrar.

Por su parte, las reservas a cargo de reaseguradores y reafianzadores ascendieron en junio de 2007 a 173.2 millones de córdobas (incremento interanual de 6.4 por ciento interanual). Sobresale la subcuenta reservas para siniestros pendientes, la que totalizó 160.4 millones de córdobas, de los cuales 85.1 millones de córdobas correspondieron a cobertura amplia de daños, 22.6 millones de

córdobas a incendios y líneas aliadas, y 52.7 millones de córdobas a otros.

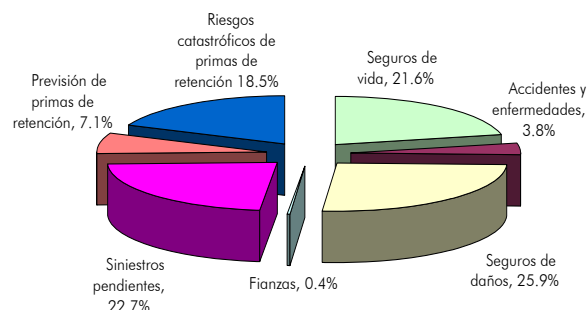
Pasivos

Reservas técnicas y matemáticas
(millones de córdobas)

	Jun-05	Jun-06	Jun-07
Reservas	899.2	1,032.7	1,209.6
Vida	183.4	211.4	261.5
Rentas y pensiones	0.0	0.0	0.0
Accidentes y enfermedades	32.6	38.4	46.5
Daños	222.3	261.1	313.1
Fianzas	5.0	4.6	4.3
Reaseguro y reafianzamiento	0.0	0.0	0.0
Coaseguro y coafianzamiento	0.0	0.0	0.0
Siniestros pendientes	211.7	241.7	274.2
Previsión de primas de retención	68.4	75.9	86.4
Riesgos catastróficos de primas de ret	175.8	199.4	223.5

Al segundo trimestre 2007 los pasivos del sector seguros ascendieron a 1,672.2 millones de córdobas (equivalentes a US\$90.7 millones). De éstos, las reservas técnicas y matemáticas⁵ representaron el 72.3 por ciento, mostrando un crecimiento interanual de 17.1 por ciento (C\$176.9 millones con respecto a junio de 2006).

Estructura de reservas técnicas y matemáticas
(participación %)



Dentro de las reservas técnicas y matemáticas, las reservas de seguros de daños obtuvieron una participación de 25.9 por ciento (equivalente a C\$313.1 millones). De éstos, las reservas de daños de automóvil sumaron un total de 210.9 millones de córdobas. Por otro lado, en reservas de siniestros pendientes los rubros

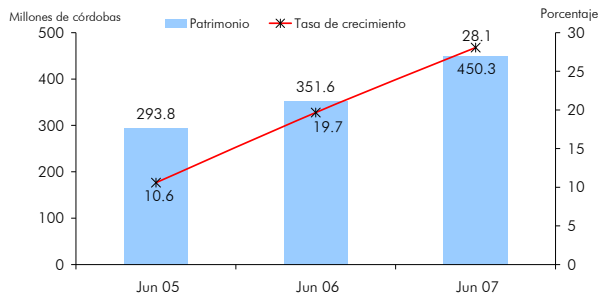
⁴ Primas por cobrar son aquellos saldos por cobrar durante la vigencia de la póliza, que surgen producto de seguros vendidos al crédito.

⁵ Las reservas técnicas y matemáticas son aquellos fondos pasivos que se crean para dar respuesta a las demandas que surgen en caso de que se materialicen los siniestros cubiertos por la póliza de seguros.

cobertura amplia de daños, automóvil, e incendio y líneas aliadas mostraron la mayor participación, 64.3 por ciento, (equivalentes a C\$176.5 millones).

Patrimonio

Crecimiento del patrimonio
(millones de córdobas)



El total de patrimonio ascendió a 450.3 millones de córdobas (equivalente a US\$24.4 millones). Este saldo fue superior en un 28.1 por ciento respecto a junio de 2006. La partida aportes de capital aumentó en 24.6% respecto a junio de 2007, situándose en 237.3 millones de córdobas. Adicionalmente, las reservas de capital crecieron en 27.7 millones de córdobas (65.5%).

Fuentes de ingreso

Ingresos de compañías aseguradoras
(millones de córdobas)

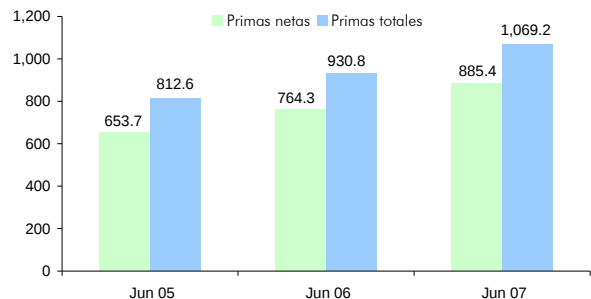
	Jun 05	Jun 06	Jun 07
Ingresos totales	1,082.7	1,272.5	1,452.6
Primas	812.6	930.8	1,069.2
Siniestros y gastos recuperados	30.2	46.5	57.7
Comisiones y participaciones por reaseguro y reafianzamiento	61.3	67.6	72.7
Variación en reservas de retención	73.5	67.4	76.4
Productos varios	41.9	77.2	69.2
Variación en el tipo de cambio	33.2	39.4	46.7
Salvamentos y recuperaciones	4.7	7.6	10.9
Productos financieros	25.4	35.9	49.8

Los ingresos totales ascendieron a 1,452.6 millones de córdobas (tasa interanual de crecimiento de 14.2 por ciento). Los ingresos por primas totales aportaron 1,069.2 millones de córdobas (73.6%), seguido por comisiones por reaseguro y reafianzamiento cedido (5.0%), cuyo flujo alcanzó 72.7 millones de

córdobas y un crecimiento interanual de 7.5 por ciento. Por otro lado, productos varios presentó ingresos por 69.2 millones de córdobas, lo que representó una disminución de 8.0 millones de córdobas (-10.3%) con respecto al flujo de junio de 2006.

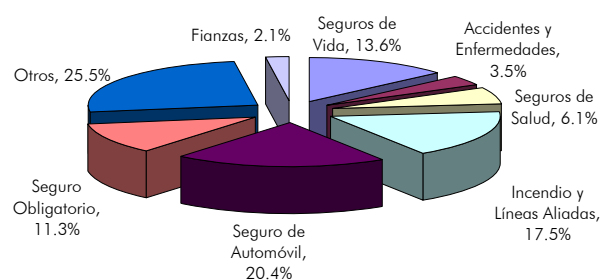
Los ingresos por primas totales se vieron afectados por devoluciones y cancelaciones⁶, por el equivalente del 12.6 por ciento (C\$183.6 millones) de los ingresos totales. De éstos, en el rubro automóvil se cancelaron primas por la cantidad de 48.7 millones de córdobas, mientras que en el rubro incendio y líneas aliadas se cancelaron primas por 47.5 millones de córdobas. Con lo anterior, el ingreso neto por primas fue de 885.4 millones de córdobas (61.0% del total de ingresos), mostrando un crecimiento interanual de 15.9 por ciento.

Ingresos de primas totales y de primas netas
(millones de córdobas)



⁶ Devoluciones y cancelaciones de primas son las cantidades restituidas a los asegurados por modificaciones en los contratos de las pólizas, o por cancelaciones de las pólizas según solicitud del asegurado previo a que expire la póliza o por decisión del asegurador debido a mora en el pago de primas por cobrar.

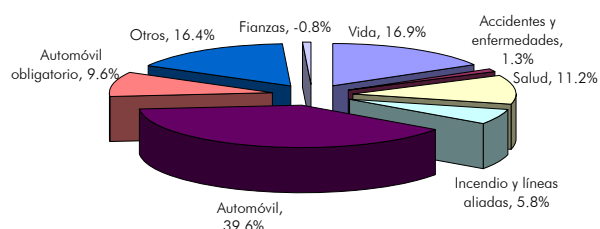
Estructura de ingresos de primas netas por ramo
(participación %)



En cuanto a la estructura de ingresos de primas netas emitidas por rubro, ésta muestra la influencia mayoritaria de los seguros de automóvil, los que junto con seguros obligatorios de automóvil sumaron primas por el equivalente de 31.7 por ciento del total de primas. Seguidamente, las primas por el rubro incendio y líneas aliadas ascendieron al 17.5 del total del total. El rubro otros⁷ presentó flujos de primas por 225.6 millones de córdobas.

Siniestralidad neta⁸ del sector

Estructura de siniestralidad por ramo
(participación %)



El total de pérdidas netas ocurridas al 30 de junio de 2007 fue de 284.5 millones de córdobas, 19.1 por ciento superior al registrado en junio de 2006. El sector seguros destinó el 32.1 por ciento de primas

⁷ El rubro "otros" incluye casco marítimo, aviación, responsabilidad civil, rotura de maquinaria, fidelidad comprensiva y otros, sin que el monto de alguno alcance mayor ponderación.

⁸ La siniestralidad neta son las pérdidas ocurridas y cubiertas por la póliza de seguros, incluyendo participaciones de reaseguros y reafianzamientos, todo ello menos los salvamentos y recuperaciones de bienes siniestrados.

netas a la cobertura de estas pérdidas. Sobresalen seguros de automóvil y seguro obligatorio de automóvil, con una participación de 49.2 por ciento, vida con 16.9 por ciento, y salud con 11.2 por ciento.

Índice de siniestralidad

Índice de siniestralidad
(millones de córdobas)

	Jun 05	Jun 06	Jun 07
Gastos x obligaciones contractuales	199.8	245.8	295.4
Primas netas	653.7	764.3	885.4
Gtos oblig contract / primas netas	30.6%	32.2%	33.4%

El índice de siniestralidad, medido por la relación gastos por obligaciones contractuales sobre primas netas, desmejoró en 1.2 puntos porcentuales, situándose en 33.4 por ciento al finalizar junio de 2007. El deterioro en el índice obedece al incremento de 49.6 millones de córdobas (20.2%) en gastos por obligaciones contractuales⁹, partida que alcanzó un flujo de 295.4 millones de córdobas. En el rubro automóvil se indemnizaron pérdidas por 149.4 millones de córdobas, mientras que en el rubro responsabilidad civil se pagaron 33.6 millones de córdobas por obligaciones contratadas.

Rentabilidad

Rentabilidad operativa
(millones de córdobas)

	Jun 05	Jun 06	Jun 07
Primas retenidas	383.7	447.0	525.8
Utilidad (pérdida) operación	20.9	9.9	-4.1
Rentabilidad operativa	5.5%	2.2%	-0.8%

Al primer trimestre del año 2007, la industria de seguros presentó una rentabilidad operativa¹⁰ de -0.8 por ciento,

⁹ Son los gastos de indemnización por pérdidas ocurridas y cubiertas en la póliza del asegurado.

¹⁰ La rentabilidad operativa representa la utilidad bruta en operación, en relación a las primas netas de retención.

mostrando un deterioro de 1.4 puntos porcentuales con respecto a junio de 2006.

Este deterioro obedeció en parte al incremento de 22.4 por ciento en gastos por excesos de pérdidas catastróficas, las que sumaron pérdidas por 36.0 millones de córdobas, del cual 79.4 por ciento de las pérdidas ocurrieron por incendios y líneas aliadas.

Por otro lado, los gastos administrativos (C\$158.6 millones) aumentaron el último año en 15.3 por ciento, mientras que comisiones por cesiones de primas (C\$72.7 millones) creció 7.5%. Cabe destacar que el crecimiento interanual promedio en los últimos doce meses de comisiones por cesiones de primas ha sido 14.2%.

Rentabilidad neta
(porcentaje)

	Jun-05	Jun-06	Jun-07
ROA	2.8	3.9	5.7
ROE	14.8	20.4	28.2

A pesar del deterioro en la rentabilidad operativa, el ROA y ROE se vieron favorecidos por la gestión financiera¹¹, así como por reducciones de gastos en otras operaciones. El retorno sobre activos (ROA) mejoró durante el último año en 1.8 puntos porcentuales, para ubicarse en 5.7 por ciento, mientras que la rentabilidad del patrimonio (ROE)¹² también creció de 20.4 por ciento a 28.2 por ciento durante el mismo período.

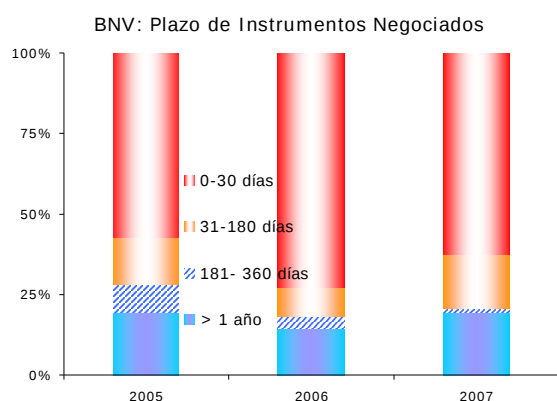
Adicionalmente, productos financieros presentaron flujos por 49.0 millones de córdobas, mostrando un crecimiento interanual de 38.8 por ciento. Del total de productos financieros, 41.6 por ciento provinieron de intereses sobre depósitos a plazo fijo, mientras que 40.0 por ciento fueron generados por valores de renta fija. Finalmente, la partida otros gastos, 47.1 millones de córdobas, se redujo en 27.1 por ciento, favoreciendo la rentabilidad global de las aseguradoras.

¹¹ Una vez constituidas las reservas técnicas y matemáticas según como dicta la ley, éstas son invertidas en instrumentos financieros con el objetivo de garantizar la generación de fondos, y respaldar las mismas reservas establecidas para afrontar demandas de clientes por siniestros ocurridos, así como para también fortalecer las utilidades de las aseguradoras.

¹² Se ajustó el ROE anualizado de manera que se calculan las utilidades del período sobre patrimonio total, y no sobre capital social.

Desempeño del mercado de valores en el segundo trimestre 2007

La bolsa de valores de Nicaragua inició sus operaciones en enero de 1994. Es en la actualidad el único mercado organizado que transa títulos valores en Nicaragua, siendo sus principales accionistas las instituciones bancarias que operan en el país.



Las transacciones se realizan a través de cuatro mercados: primario, secundario, reporto y opciones. Históricamente la mayor participación se concentra en operaciones relacionadas con la obtención de liquidez de corto plazo dentro del mercado de reporto y opciones.

Actualmente operan seis puestos de bolsa: Provalores, Bac Valores, Lafise, Invercasa, Inverníc, Inverexpo, cinco de ellos relacionados a instituciones bancarias. La totalidad de las operaciones se realizan de manera electrónica.

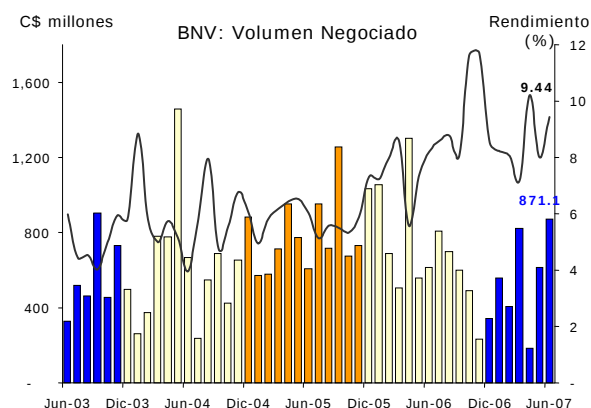
BNV: Estructura por mercado (en porcentaje y C\$ millones)

	2006-I	2006-II	2006-III	2006-IV	2007-I	2007-II
Opciones	66.6	69.0	83.1	56.5	77.9	61.0
Reportos	12.0	18.5	4.5	5.3	6.7	3.0
Primario	3.9	0.2	0.2	0.2	0.3	12.9
Secundario	17.6	12.2	12.2	38.0	15.1	23.2
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Monto Transado	2,250.4	2,473.0	2,107.6	1,063.8	1,787.2	1,668.9

Comportamiento Global

El volumen transado en la bolsa de valores de Nicaragua durante el mes de junio ascendió a 871.1 millones de córdobas, lo que representa un crecimiento

interanual de 42.1 por ciento. En términos acumulados, el volumen transado durante el último año se ubicó en 6,628 millones de córdobas, muy por debajo del acumulado para el mismo período hace un año (C\$10,090.2 millones).



Esta caída se explica en parte por la política precautoria de acumulación de liquidez aplicada por los bancos para el período electoral durante el segundo semestre de 2006, lo que pudo incidir en una disminución de volúmenes transados en los mercados de opciones y reporto. El rendimiento ponderado de la totalidad de las operaciones registradas en bolsa ascendió este mes a 9.44 por ciento, 1.22 puntos porcentuales superior a hace un año.

BNV: Estructura por emisor (en C\$ millones)

	2006-I	2006-II	Jun-07	2007
Sector Público:	-	199.6	162.4	199.6
BCN	-	141.1	103.9	141.1
MHCP	-	58.5	58.5	58.5
Sector Privado	5.2	15.8	5.1	21.0
Total	5.2	215.4	167.5	220.6

Es notorio que 62.4 por ciento de las transacciones se realizaron a un plazo de hasta 30 días, lo que resulta congruente con la alta concentración en operaciones de corto plazo dentro del mercado de reporto y opciones. Por otro lado, los instrumentos negociados con un plazo mayor a un año ascienden a 19.7 por ciento del total

transado. Esta estructura se ha mantenido estable durante el último año.

Por moneda, 72.2 por ciento fue transado en dólares, comportamiento superior al mostrado durante el último año. Por emisor, el 99.0 del monto transado fueron títulos emitidos por el sector público, lo que representa el mayor porcentaje del último año.

BNV: Estructura por emisor y moneda (en porcentaje)

	2006-I	2006-II	2006-III	2006-IV	2007-I	2007-II
Por emisor						
Privado	0.9	0.4	0.2	0.3	0.4	1.0
Público	99.1	99.6	99.8	99.7	99.6	99.0
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Por moneda						
Córdobas	49.14	40.4	56.4	39.4	64.0	72.2
Dólares	50.86	59.6	43.6	60.6	36.0	27.8
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

El mercado de opciones tuvo una participación de 61.0% del total de transacciones efectuadas. Seguidamente, se realizaron en el mercado secundario el 23.2% de las transacciones, mientras que el mercado primario alcanzó una participación de 12.9% por emisiones.

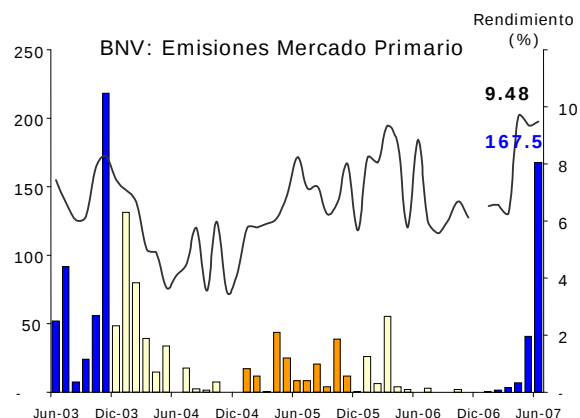
La participación del mercado primario se incrementó este trimestre por emisiones del BCN (65.5% del total de emisiones), MHCP (27.1%), Credifactor (6.5%) y Delipollo (0.9%).

Operaciones en el mercado primario

El monto total emitido ascendió a C\$215 millones durante el segundo trimestre 2007. Comparado con el primer semestre del 2006 se observa un incremento de 135.9 por ciento por la contribución de las colocaciones del BCN y MHCP.

Durante el segundo trimestre 2007, 92.6 por ciento de los títulos emitidos en el mercado primario correspondieron a emisiones del gobierno (65.5% del BCN y 27.1% del MHCP). El restante 7.4 por ciento fueron emisiones del sector privado. No obstante, si se consideran las emisiones

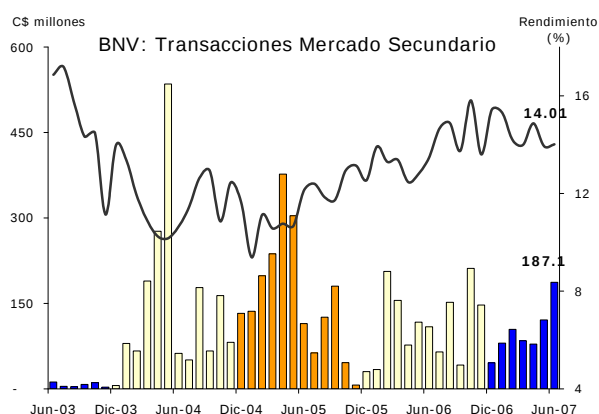
de los últimos doce meses, la concentración en títulos del estado se reduce a 88.3 por ciento y las del sector privado se ubican en 11.7 por ciento. Al igual que los títulos valores del estado, los valores emitidos por el sector privado (Café Soluble, Delipollo y Nicaragua Sugar Estate Limited) fueron en su totalidad instrumentos de renta fija.



El rendimiento promedio devengado por los instrumentos emitidos en el mercado primario durante el presente año asciende a 9.48 por ciento, y el plazo promedio ponderado fue de 165 días (8.84% en junio 2007 a un plazo de 560 días). Este comportamiento refleja un leve incremento que en parte se debe al aumento en el rendimiento de los títulos colocados por el gobierno con respecto al año anterior.

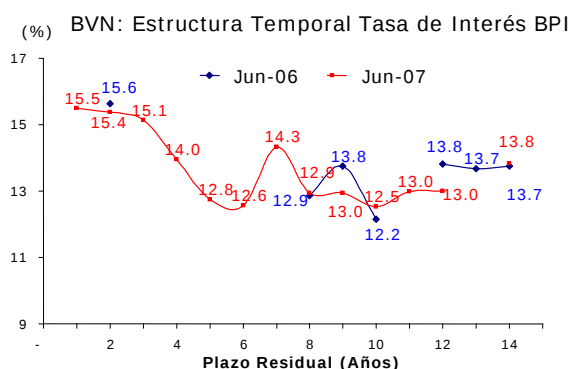
Operaciones en el mercado secundario

El mercado secundario típicamente ha sido dominado por títulos emitidos por el gobierno. En este sentido, desde septiembre 2004 se han transado solamente títulos emitidos por el MHCP, en particular Bonos de Pagos por Indemnización, ya sea el instrumento en su totalidad o componentes del mismo (cupones y/o amortizaciones).



Mercado Secundario: Transacciones de BPI (Monto y Rendimiento)

Emisión	Jun-07		2007		Ultimo Año	
	C\$	%	C\$	%	C\$	%
1993	0.6	15.5	0.7	15.4	11.2	15.2
1994	2.7	15.4	2.7	15.4	19.5	15.1
1995	10.7	15.1	16.0	14.8	27.8	15.7
1996	1.9	14.0	25.1	13.1	32.9	11.6
1997	0.3	12.8	10.4	14.2	14.8	14.2
1998	0.9	12.6	15.4	13.7	20.9	13.1
1999	11.0	14.3	15.4	14.2	27.7	13.9
2000	8.7	12.9	39.9	14.0	74.6	13.1
2001	20.3	13.0	53.4	13.4	75.8	14.0
2002	9.3	12.5	23.3	13.8	29.5	13.9
2003	51.7	13.0	71.1	12.9	89.4	13.2
2004	0.6	13.0	27.0	13.7	52.0	14.9
2005	-	-	30.0	15.0	122.4	13.5
2006	37.7	13.8	278.7	14.7	644.3	14.7
Total	156.5	13.5	609.1	14.2	1,243.0	14.2



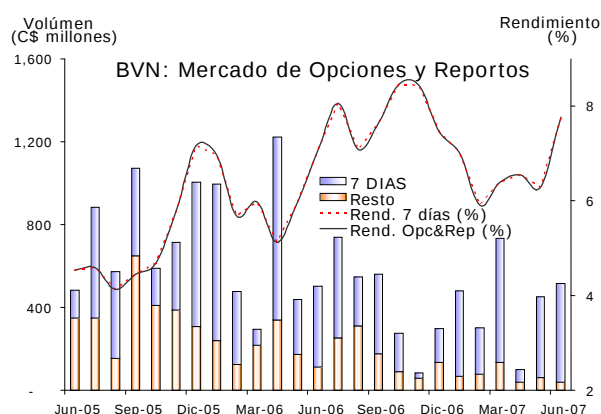
Durante el mes de junio, el monto de BPI transados (títulos) ascendió a 156.5 millones de córdobas, con rendimiento promedio de 13.45 por ciento. Esta tasa resulta inferior al pico alcanzado en diciembre (15.52%) lo que muestra una tendencia post electoral a retornar a los niveles de rentabilidad de inicios del 2006 (14.16% durante el primer semestre 2007 contra 13.27% en 2006).

Por otro lado, el monto transado durante el primer semestre de este año (C\$609.1 millones) resultó 6.1 por ciento superior al del mismo período del año pasado y se espera un mayor dinamismo en el mercado secundario durante el segundo semestre.

En cuanto a la negociación de las emisiones de BPI, durante los últimos 12 meses la emisión 2006 resultó por amplia ventaja la más bursátil del mercado, acaparando 51.8 por ciento del volumen transado de estos títulos, seguida por la emisión 2005, 2001 y 2000 con 9.9, 6.1 y 6.0 por ciento respectivamente.

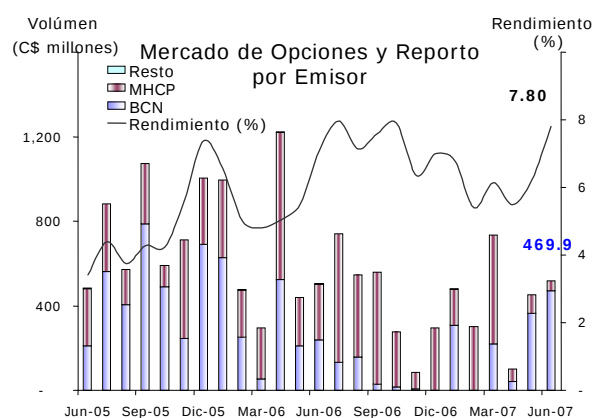
Mercado de Opciones y Reporto

En junio 2007, la participación de las opciones y reportos representó 59.3 por ciento del total del monto transado (56.5% las opciones y 2.8% los reportos), mientras que el 40.7% restante de operaciones bursátiles se transó en mercados primarios y secundarios. La participación observada de las operaciones de opciones y reporto fue inferior a la mostrada durante los últimos doce meses (71.8%), debido a las emisiones realizadas por el estado en el mercado primario.



La moneda predominante en las transacciones fue el dólar (70.36% durante los últimos 12 meses) y los instrumentos transados se concentraron en emisiones del

gobierno (99.94%), específicamente Banco Central y Ministerio de Hacienda.



En junio el plazo de las operaciones de opciones y reporto se concentró en plazo de 1 a 7 días (92.3% de las transacciones totales), seguido por 8 a 30 días (4.1%) y de 1 a 6 meses (3.4%). Esto refleja los mayores requerimientos de liquidez de muy corto plazo por parte de los bancos comerciales, principales actores de este mercado.

La rentabilidad de las operaciones hasta 7 días alcanzó 7.8 por ciento en junio 2007 (0.69% por encima de junio 2006 y 1.08% superior al promedio 2006), lo que reflejó la mayor demanda de liquidez de corto plazo principalmente de las intermediarias del sistema financiero.

Opciones y Reporto: Estructura por plazo						
	Mar-06	Jun-06	Sep-06	Dic-06	Mar-07	Jun-07
En porcentaje						
7 días	26.1	77.7	68.4	55.1	81.9	92.3
de 8 días a 1 mes	50.7	11.0	22.6	34.8	12.6	4.1
1 - 6 meses	21.2	10.7	9.0	10.0	5.3	3.4
Mayor 6 meses	2.1	0.7	-	0.1	0.2	0.1
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
En C\$ millones						
Monto Transado	295	504.0	559.6	296.2	734.4	516.5

Determinantes del ROE bancario, un enfoque de estabilidad financiera

Jimmy A. Cárdenas¹³

Introducción

Una manera de evaluar el grado de rentabilidad de una empresa es a través del análisis de razones financieras de rentabilidad tales como el margen de utilidad (MU), retorno sobre los activos (ROA), retorno sobre patrimonio (ROE), entre otros. También se han establecidos métodos tradicionales como el de Dupont¹⁴ que consiste en una técnica que se utiliza para analizar la rentabilidad, el desempeño y la gestión financiera de una empresa tradicional con alto uso de inventarios.

En general, los indicadores de rentabilidad buscan medir la capacidad de una entidad de generar ingresos para expandirse, mantener una posición competitiva en el mercado, reponer y aumentar sus fondos patrimoniales, siempre y cuando la empresa presente políticas de reinvertir un alto porcentaje de las utilidades, entre otros objetivos. Cada una de las razones financieras de rentabilidad puede ser motivo de análisis específicos para evaluar el desempeño de cada una de estas y su contribución a la maximización del valor de la empresa. El propósito de este escrito es profundizar en el análisis del retorno sobre patrimonio (ROE) de la industria bancaria.

En términos generales, cuando una empresa presenta un aumento en el ROE, se deduce que está en una buena posición financiera, puesto que es un indicador de

aumento en las ganancias y las utilidades representan siempre el primer amortiguador para enfrentar *shocks* adversos e inesperados¹⁵ que pueden ser causados por factores endógenos o exógenos. Por ejemplo, si una empresa presenta pérdidas inesperadas (utilidad neta negativa) debido a una disminución en las ventas por la competencia, un aumento en los costos de producción debido a la alta inflación, o una combinación de ambos, en principio dichas pérdidas se contabilizan contra utilidades retenidas de ejercicios anteriores.

Dentro de la industria bancaria el ROE es también una de las principales medidas de rentabilidad y desempeño. No obstante, en el contexto bancario los cambios en el ROE pueden surgir de variaciones en factores diferentes a los ingresos y al patrimonio. Por tanto, desde el punto de vista de supervisión y de estabilidad financiera y prudencial, un aumento en el ROE de un intermediario financiero no necesariamente implica un aumento en la fortaleza financiera de éste, ya que este aumento no podría estar aportando a la generación de valor en la institución a largo plazo.

El ROE en la industria bancaria

El ROE mide el rendimiento promedio del patrimonio invertido en la entidad financiera. El ROE es la razón anualizada entre la utilidad neta y el patrimonio neto promedio. Para entender mejor el concepto del ROE en la industria bancaria y dentro de un contexto prudencial y de supervisión, en este escrito se descompone el ROE en 4 coeficientes financieros según la siguiente expresión algebraica¹⁶:

¹³ El autor pertenece a la Unidad de Estudios Financieros del BCN y agradece los aportes de Carlos Cerda, Leonel Torres y Justo Montenegro. Todos los comentarios expresados son responsabilidad del autor y no reflejan necesariamente la posición del BCN.

¹⁴ Administración financiera, Block Stanley, 11va. edición, 2005

¹⁵ Informe de Estabilidad Financiera, Banco Central de Chile, primer semestre 2006

¹⁶ Descomposición del ROE conforme Financial Stability Review, diciembre 2003, Pag. 74, Bank of England

$$ROE = \frac{RN}{K} = \frac{RN}{RO} \times \frac{RO}{APR} \times \frac{APR}{AT} \times \frac{AT}{K}$$

Las variables usadas en la expresión se definen a continuación:

Definición de variables ROE

Resultado Neto (RN)	Resultado obtenido después de deducir de las ganancias brutas todos los gastos de explotación, administrativos, impuestos, y demás cargos correspondientes a las cuentas de pérdidas y ganancias.
Resultado Operacional (RO)	Resultado obtenido al sumar los ingresos financieros y por ajuste monetario y restar los gastos financieros y por ajuste monetario.
Activos Ponderados por Riesgo (APR)	Ponderación de los activos por un factor que indica el riesgo de crédito y cambiario que determina su consumo de capital, conforme artículos 6 y 7 de la norma de adecuación de capital dictada por la SIBOIF.
Activos Total (AT)	Representa la suma total de los cuentas del activo de las intermediarias financieras.
Patrimonio (K)	Se refiere al patrimonio contable de las instituciones financieras.

Cada coeficiente de la expresión algebraica anterior se interpreta como un indicador de eficiencia, efectividad, disposición al riesgo, y apalancamiento, respectivamente, conforme la siguiente tabla:

Descomposición del ROE bancario

Coficiente	Descripción	Implicación de estabilidad financiera
Resultado neto/resultado operacional (RN/RO)	mide el nivel de eficiencia operacional y administrativa	aumento = positivo
Resultado operacional/activos ponderados por riesgo (RO/APR)	mide la efectividad de los activos productivos como una medida ajustada al riesgo, así como el margen de intermediación	aumento = positivo
activos ponderados por riesgo/activo total (APR/AT)	mide la disposición al riesgo	aumento = negativo
Activo total/patrimonio (AT/K)	mide el nivel de apalancamiento	aumento = negativo

Fuente: Bank of England, Financial Stability Review, 2003

Un aumento en el ROE como consecuencia del primer factor (RN/RO) puede atribuirse a un aumento en la eficiencia administrativa y operacional o una mejor calidad en la cartera, lo que resulta en menores gastos de apoyo como gastos de cobranza, legales entre otros y menores provisiones. El segundo coeficiente

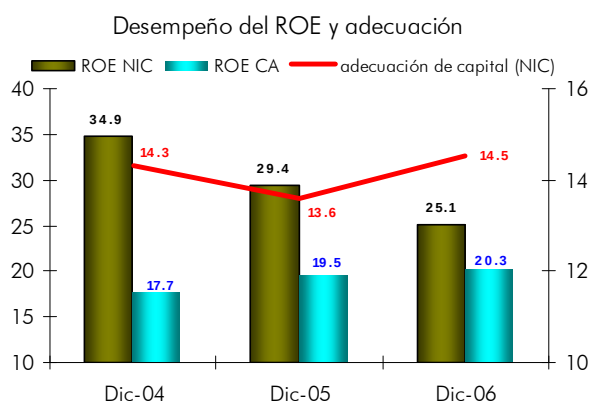
(RO/APR) se puede definir como una medida del margen de intermediación o *Spread*, ajustada al riesgo. Por tanto, un aumento en el ROE por mejoras en estos dos coeficientes tiene un impacto positivo en la institución porque reducen la fragilidad financiera al mejorar la eficiencia administrativa y operativa.

Por otro lado, un aumento en el ROE como consecuencia de una variación en el tercer coeficiente (APR/AT), indica una mayor exposición de la banca al invertir en activos de mayor riesgo. Cabe señalar que el asumir mayor riesgo *per se* no es negativo, al fin y al cabo es la materia prima con que trabajan las entidades financieras. Sin embargo, este riesgo debe de ser gestionado con una política de cobertura y protección suficiente. En el caso de incrementos en el ROE por el cuarto coeficiente (AT/K), éste se da por un mayor apalancamiento, lo que puede mermar la solidez financiera de la banca en la medida que los recursos tomados de terceros sean invertidos en activos productivos con cierto nivel de riesgo.

Por tanto, un aumento en el ROE debido a los dos factores del párrafo anterior, tiene una connotación menos favorable desde el punto de vista prudencial y de estabilidad financiera que si el aumento se diera como resultado de mejora en la eficiencia o mayor productividad de los activos. Se deduce entonces que aunque existan bancos con niveles similares de rentabilidad (ROE), no necesariamente pueden tener la misma capacidad para enfrentar *shock* adversos debido a que el aumento en el ROE puede ser el resultado de cambios en cualquiera de los cuatro coeficientes mencionados anteriormente.

Análisis del ROE en los Intermediarios Financieros de Nicaragua

El desempeño del ROE para los intermediarios financieros de Nicaragua durante los últimos tres años muestra una desaceleración, lo cual se debe en parte a la reducción en los ingresos de inversiones, principalmente de títulos del Estado y al aumento de los gastos financieros y administrativos, entre otras causas. Sin embargo, la banca nicaragüense continúa siendo la más rentable dentro del área centroamericana. Conforme a los estándares internacionales de la industria bancaria, el desempeño del ROE en la banca nicaragüense ha sido muy bueno, al situarse por encima del 25%.



Estándares internacionales del ROE en la industria bancaria

ESCALA	INTERPRETACION
Menos de 0%	Muy Malo
Entre 0% y 5%	Malo
Entre 5% y 15%	Regular
Entre 15% y 25%	Bueno
Mayor de 25%	Muy Bueno

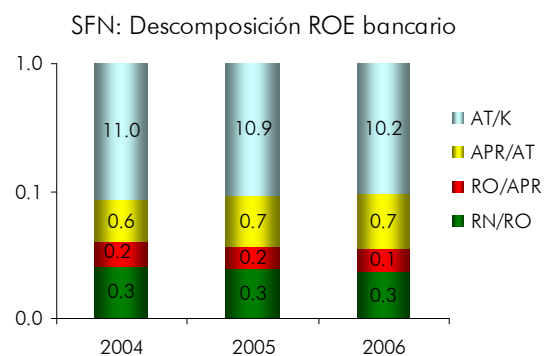
Fuente: Guía descriptiva de indicadores financieros
Superintendencia de Bancos, República Dominicana

Aplicando la expresión algebraica mencionada en la sección anterior a las intermediarias financieras nicaragüense, la descomposición del ROE para el 2006 sería de la siguiente manera:

$$ROE = \left[\left(\frac{1,208}{4,609} \right) \times \left(\frac{4,609}{32,886} \right) \times \left(\frac{32,886}{54,164} \right) \times \left(\frac{54,164}{5,307} \right) \right] \times 100$$

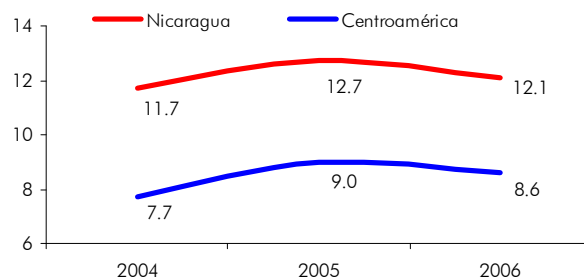
$$= 0.2621 \times 0.1402 \times 0.6684 \times 10.2061$$

$$= 25.1^{17}$$



El principal factor que contribuye al ROE en las intermediarias financieras nicaragüenses, es el apalancamiento financiero, lo cual es normal debido a que el giro del negocio en la industria bancaria es intermediar recursos, y por tanto los depósitos del público representan una de las principales fuentes de financiamiento de los bancos. Cabe resaltar que la banca nicaragüense recibe depósitos del público a costos menores que el resto de países centroamericanos. Esto le permite tener un mayor margen de intermediación, que se puede traducir en un ROE más alto.

Margen intermediación financiera implícita (porcentaje)



¹⁷ Para el cálculo del segundo coeficiente, se anualiza el resultado operativo y se divide entre el promedio anual de los activos ponderados por riesgo. Pueden presentarse pequeñas diferencias por redondeo de cifras.

El coeficiente o razón entre activos ponderados por riesgo sobre activos totales es el segundo factor que contribuye a un alto ROE. En conjunto con el primer factor, ambos podrían indicar que los intermediarios financieros nicaragüenses están más apalancados y tienen mayor disposición al riesgo que el resto de sus competidores centroamericanos. Sin embargo, se observa que la contribución del apalancamiento financiero al ROE presenta una tendencia decreciente en los últimos 3 años.

Descomposición del ROE 2004-2006¹⁸

Componente	Dic-04	Jun-05	Dic-05	Jun-06	Dic-06
RN/RO	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
RO/APR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
APR/AT	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7
AT/K	11.0	11.4	10.9	10.8	10.2
ROE	34.9	34.0	32.3	29.7	25.1

Cabe mencionar que si bien las prácticas en otros países sugieren que una mayor contribución del apalancamiento al ROE podría debilitar la solidez patrimonial de la banca, en el caso de Nicaragua, la holgura de capital sobre el mínimo exigido por ley (en 2006 la adecuación fue 14.5% y la exigida por ley es 10.0%) puede indicar un manejo apropiado del riesgo incurrido. Esto demuestra que en caso de materializarse los riesgos de los activos, las instituciones podrían amortiguar una pérdida de hasta 4.5% del valor de los activos ponderados por riesgo con su patrimonio propio, y todavía les permitiría cumplir con el requerimiento de adecuación de capital mínimo.

En conclusión, en la industria bancaria y dentro de la connotación de supervisión bancaria, se debe tener cuidado al analizar qué factores son los que influyen en un incremento del ROE, ya que depende de estos si el aumento del ROE tiene una implicación positiva o negativa. Para el caso de Nicaragua el buen desempeño del ROE

se relaciona a mayor grado de apalancamiento y una mayor disposición al riesgo, lo cual no ha implicado un debilitamiento de la solidez financiera de la banca, dado los niveles de solvencia y capital que han alcanzado los intermediarios financieros. En este sentido, las mejoras en la eficiencia operacional junto con el manejo adecuado del nivel de exposición han sido factores claves que le han permitido a las instituciones financieras nicaragüenses incluir dentro de su portafolio activos de mayor riesgo. Finalmente, se recomienda que los bancos analicen con mayor énfasis los factores que inciden en el ROE, principalmente cuando las fuentes de crecimiento de este indicador de rentabilidad provienen de un mayor nivel de apalancamiento o una mayor disposición al riesgo, ya que si estos no son gestionados correctamente, pudieran en el largo plazo mermar la solidez financiera de un intermediario financiero.

Referencias:

1. Banco Central de Chile (primer semestre 2006): "Informe de Estabilidad Financiera."
2. Banco de Pagos Internacionales, BIS (2004): "Aplicación de Basilea II, Aspectos Prácticos."
3. Bank of England (Diciembre 2003): "Financial Stability Review."
4. Block, Stanley, Hirt Geoffrey (2006): Administración Financiera, 11va edición.
5. Brealey A. Richard, Myers Stewart (2000): Principios de Finanzas Corporativas. McGraw-Hill, 6ta. Edición.

¹⁸ Pueden presentarse diferencias por redondeo de cifras

6. Martínez, Jesus Geraldo (Febrero 2006): "Guía Descriptiva de Indicadores Financieros. Superintendencia de Bancos, República Dominicana."
7. Saunders Anthony (2003): Financial Institution Management: A Risk Management Approach, 4th Edition, McGraw-Hill Higher education.

Anexo I

Intermediarias financieras: bancos y financieras

	2004	2005	Jun-06	Dic-06	Jun-07
Estructura del mercado bancario					
Instituciones	10	9	9	9	10
Bancos comerciales	7	7	7	7	7
Empresas financieras	3	2	2	2	3
Sucursales y Ventanillas	208	249	259	271	313
Bancos comerciales	172	227	235	245	262
Empresas financieras	36	22	24	26	51
Empleados Fijos	4,606	5,176	5,489	5,884	7,158
Bancos comerciales	4,137	4,884	5,144	5,497	6,262
Empresas financieras	469	292	345	387	896
Estructura de activos					
Activos totales (en millones de córdobas)	39,230.5	45,825.9	51,748.1	54,164.4	59,543.8
Crecimiento interanual de activos totales					
Bancos comerciales	37,366.0	44,197.9	49,471.1	51,647.5	56,128.7
Crecimiento interanual de activos bancos comerciales					
Empresas financieras	1,864.5	1,627.9	2,277.0	2,516.9	3,415.1
Crecimiento interanual de activos empresas financieras					
Activos totales del sistema bancario (porcentaje del PIB)	54.0	56.7	55.9	58.5	64.3
Estructura de Activos (porcentaje de activos)					
Disponibilidades	20.60	18.86	21.62	21.91	21.40
Inversiones	28.81	25.46	22.22	17.40	17.05
Títulos del BCN	15.66	11.53	9.61	7.31	7.83
Títulos del gobierno	9.13	9.52	7.55	7.58	6.37
Inversiones en el Exterior, otros	4.02	4.41	5.06	2.51	2.85
Cartera Neta	45.10	50.39	50.99	55.93	56.64
Otros	5.49	5.28	5.16	4.76	4.91
Concentración de mercado					
Bancos que al menos representan:					
25 por ciento de los activos totales	1	1	1	1	1
75 por ciento de los activos totales	9	8	8	8	9
Índice de Herfindahl-Hirschman	1,918	1,982	1,955	1,899	1,852
Estructura de cartera					
Estructura de cartera de crédito					
del cuál (como porcentaje):					
Consumo (comercial, personal y tarjeta de crédito)	55.35	56.75	57.06	58.05	61.21
Riesgo (% del total de cartera)	5.40	5.11	4.68	5.00	4.81
Mora (% del total de cartera)	2.66	2.59	2.44	2.49	2.84
Hipotecaria	12.36	12.98	13.41	13.47	13.78
Riesgo (% del total de cartera)	1.87	1.76	1.75	2.59	1.85
Mora (% del total de cartera)	1.17	1.13	2.41	1.35	1.15
Agropecuaria e Industrial	14.89	14.51	23.61	13.86	12.02
Riesgo (% del total de cartera)	31.84	22.99	14.87	20.67	19.15
Mora (% del total de cartera)	3.23	2.87	2.61	3.68	3.09
Otros	17.41	15.76	5.93	14.62	12.99
Riesgo (% del total de cartera)	1.64	1.48	1.42	1.62	2.01
Mora (% del total de cartera)	6.78	4.60	1.91	4.58	5.13
Estructura de pasivos					
Pasivos totales (en millones de córdobas)	35,675.52	41,634.89	46,957.84	48,856.99	53,696.62
Crecimiento interanual de pasivos totales (%)	15.69	16.70	21.65	17.35	9.90
Bancos comerciales	34,072.34	40,209.36	44,933.14	46,638.32	50,764.79
Crecimiento interanual de pasivos bancos comerciales (%)	13.82	18.01	22.49	15.99	12.98
Empresas financieras	1,603.18	1,425.53	2,024.69	2,218.68	2,931.84
Crecimiento interanual de pasivos empresas financieras (%)	77.80	(11.08)	5.63	55.64	44.80
Estructura de Pasivos (porcentaje de activos)					
Depósitos	79.42	76.90	75.47	71.62	71.36
A la vista	11.56	12.53	12.39	12.68	13.68
Ahorro	30.61	28.49	27.75	26.62	25.77
Plazo	30.84	28.25	27.91	25.50	23.91
Obligaciones con otras instituciones	8.52	11.21	12.30	15.64	15.14
Otros pasivos	3.00	2.75	2.97	2.94	3.68
Patrimonio	9.06	9.15	9.26	9.80	9.82

Fuente: Gerencia Financiera - BCN

Anexo II
Intermediarias financieras: bancos y financieras

Descomposición del margen financiero (en porcentaje)	2004	2005	Jun-06	Dic-06	Jun-07
Margen de Intermediación	11.15	10.65	10.57	10.70	11.43
Rentabilidad de activos productivos	14.89	14.16	14.31	14.70	15.63
Rentabilidad de la cartera	9.26	10.05	10.59	11.16	12.21
Rentabilidad de las inversiones	5.05	3.45	2.99	2.69	2.43
Otros ingresos financieros	0.58	0.66	0.73	0.85	0.98
Costo pasivos financieros	3.74	3.50	3.74	4.01	4.19
Depósitos del público	3.16	2.79	2.88	2.91	2.86
Otros pasivos con costo	0.58	0.71	0.86	1.10	1.33
Dolarización e indicadores de riesgo cambiario (en porcentaje)					
Activos en M.E. / Activos totales	56.7	61.4	63.5	65.2	64.5
Depósitos en M.E. / Depósitos totales	68.9	68.1	67.7	65.6	65.9
Depósitos en M.E. / Reservas internacionales brutas del BCN	196.2	191.7	179.8	152.9	150.5
Créditos en M.E. / Créditos totales	83.8	84.5	83.3	83.7	82.7
Depósitos en M.E. / Activos en M.E.	96.6	85.3	80.5	72.1	72.9
Disponibilidades en M.E. / Obligaciones a la vista en M.E.	142.4	113.0	126.7	132.2	108.9
Solvencia y calidad de activos (en porcentaje)					
Adecuación de capital	14.3	13.6	14.4	14.5	14.6
Crédito al sector privado como proporción del PIB	26.5	28.6	29.2	33.5	37.5
Cartera vencida / Cartera total	2.2	2.0	2.1	2.0	2.3
Cartera C,D,E / Cartera total	7.8	6.3	5.6	5.0	5.1
Cobertura de provisiones:					
Provisiones / cartera total	4.1	3.9	3.6	3.5	3.7
Provisiones / cartera vencida	191.5	187.4	171.7	171.7	159.7
Préstamos hipotecarios / Cartera total	12.4	13.0	13.4	13.5	13.8
Eficiencia y rentabilidad (en porcentaje) ^{1/}					
Gastos de administración / Activos totales promedio	5.1	5.2	5.4	5.7	6.2
Gastos de administración / Margen de intermediación bruto	63.6	67.7	69.5	72.7	74.4
Ganancias por empleado (en miles de dólares de EE.UU.)	16.1	15.5	15.6	14.9	12.2
Resultados (antes de impuestos) / Patrimonio promedio	39.4	35.4	30.9	29.0	27.3
Resultados (antes de impuestos) / Activos totales promedio	3.2	3.1	3.2	3.0	2.9
Liquidez (en porcentaje)					
Préstamos / Depósitos	59.2	68.2	70.1	80.9	82.4
Disponibilidades / Depósitos	25.9	24.5	28.6	30.6	30.0
Operaciones Pasivas					
Número total de cuentas	540,896	662,705	733,844	750,095	891,845
Saldo promedio depósitos por cuenta (miles de C\$)	3.53	3.10	3.03	2.87	2.58
En córdobas					
Número total de cuentas	331,233	407,475	448,037	424,234	537,552
Saldo promedio de depósitos por cuenta (miles de C\$)	1.79	1.61	1.61	1.75	1.46
En dólares					
Número total de cuentas	209,663	255,230	285,807	325,861	354,323
Saldo promedio de depósitos por cuenta (miles de C\$)	6.28	5.48	5.27	4.34	4.28
Operaciones Activas					
Número total de cuentas	593,949	750,321	835,821	820,081	891,510
Saldo promedio créditos por deudor (miles de C\$)	1.90	1.87	1.86	2.13	2.13
En córdobas					
Número total de deudores	363,560	440,437	528,269	497,093	555,708
Saldo promedio de crédito por deudor (miles de C\$)	0.50	0.49	0.49	0.57	0.59
En dólares					
Número total de deudores	230,389	309,884	307,552	322,988	335,802
Saldo promedio de crédito por deudor (miles de C\$)	4.11	3.82	4.22	4.52	4.68

Fuente: Gerencia Financiera - BCN

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

Anexo III
Empresas aseguradoras de Nicaragua

	2005	2006	Jun 07
Activos, millones de córdobas	1,662.0	1,950.0	2,122.5
Estructura de activos			
Inversiones	989.4	1,151.9	1,315.9
Títulos Valores (Neto)	424.2	509.6	553.5
Prestamos y Descuentos (Neto)	49.4	51.6	51.5
Depósitos a Plazo	459.9	536.7	659.1
Bienes Inmuebles (Neto)	50.3	49.7	47.4
Otras Inversiones (Neto)	5.6	4.3	4.3
Disponibilidades	86.3	100.2	86.2
Primas por cobrar	238.2	277.9	310.2
Reservas a cargo de reaseguradores	156.4	190.3	173.2
Otros	191.6	229.6	237.0
Pasivos, millones de córdobas	1,359.7	1,549.8	1,672.2
Reservas técnicas y matemáticas	972.4	1,134.1	1,209.6
Vida	204.0	240.3	261.5
Rentas y Pensiones	0.0	0.0	0.0
Accidentes y Enfermedades	37.5	43.9	46.5
Daños	233.9	284.6	313.1
Fianzas	4.3	4.5	4.3
Otros	492.7	560.9	584.2
Acreedores varios	153.1	173.3	191.2
Instituciones reaseguradoras y reafianzadoras	157.1	148.3	159.2
Otros pasivos	77.1	94.1	112.3
PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS			
Suficiencia de prima (estructura de costo, en porcentaje)			
Gastos adquisición y renovación / Primas netas	12.3	13.3	13.3
Gastos administración / Primas netas	19.7	19.0	18.8
Siniestralidad neta / Primas netas	29.8	37.5	36.6
Gastos excesos de pérdidas catastróficas / Primas netas	5.8	4.7	4.7
Utilidad o pérdida de operación / Primas netas	2.4	0.9	0.6
Reaseguro (en porcentaje)			
Primas cedidas / Primas netas	45.0	45.7	46.0
Comisiones reaseguro cedido / Primas cedidas	30.3	29.1	29.2
Siniestros recuperados / (Primas cedida + gastos excesos de pérdidas catastróficas)	18.4	30.7	28.8
(Primas cedidas + Gtos. exc.perd. - Com.reaseg. - Sin.recup.) / (Pri. ced + Gtos.exc.perd.)	57.9	45.6	48.1
(Primas cedida + Gtos.exc.perd. - Com.reaseg. - Sin.recup.) / Primas netas	31.7	23.4	25.2
Gestión (primas retenidas, en porcentaje)			
Primas Retenidas / Primas netas	55.0	54.3	54.0
Siniestros Retenidos / Primas Retenidas	40.6	40.7	40.7
(Gastos Operativos Netos + Siniestros retenidos) / Primas retenidas	80.2	80.7	81.9
Gastos excesos de pérdidas catastróficas / Primas retenidas	9.4	8.1	8.3
Variación de reservas de primas de retención / Primas retenidas	7.6	9.3	7.1
Liquidez			
Activo Circulante / Pasivo Circulante, veces	1.3	1.4	1.4
Activo Circulante / Rev.Técnicas y Matemáticas, veces	1.8	1.8	1.8
Inversiones / Pasivo Circulante (en porcentaje)	94.9	95.4	96.5
Activo Disponible / Pasivo Circulante (en porcentaje)	99.0	100.6	101.9
Solvencia			
Activo Total / Pasivo Total, veces	1.4	1.4	1.4
Pasivo Circulante / Capital Contable , veces	3.2	3.0	2.8
Capital Contable / Pasivo Circulante (en porcentaje)	42.0	42.3	44.0
(Cap. Contable + Reservas de Previsión) / (Cap. social pagado. + Resv. Prev.) , veces	1.7	1.7	1.7
Reservas de previsión / Siniestros retenidos (en porcentaje)	38.6	39.5	35.7
Inversiones netas / (Res. técnicas y matemáticas - Reservas a cargo de reaseg.) , veces	1.5	1.5	1.5
Rentabilidad (en porcentaje)			
Utilidad en operación / Primas retenidas	1.9	2.2	-0.8
ROA	3.2	5.2	5.7
ROE	17.2	26.9	28.2
(Utilidad neta despues IR + Inc. superavit + Inc. resv. cap) / Activo total	6.7	7.1	7.9
(Utilidad neta despues IR + Inc. superavit + Inc. resv. cap) / Ingreso neto primas	7.4	7.3	8.5

Fuente: SIBOIF

Anexo IV

Bolsa de Valores de Nicaragua

Mes	Volumen Transado (en C\$ millones)											Rendimiento (%)							
	Total	Por Mercado						Por Moneda		Por Emisor		Mercado	Primario	Secundario	Opciones & Reportos				
		Primario		Secundario		Opciones & Reportos		Córdobas	Dólares	Privado	Gobierno								
		Gobierno	Privadas	Gobierno	Privadas	Gobierno	Privadas												
2000	9,542.8	1,269.5	217.9	18.5	-	7,588.1	448.8	4,438.4	5,104.3	666.7	8,876.1	11.45	14.11	24.25	10.93				
2001	8,239.9	2,330.4	216.7	635.8	-	4,937.0	120.0	5,510.2	2,729.7	336.9	7,903.0	14.45	18.15	26.46	11.08				
2002	8,610.2	2,440.5	182.3	1,541.3	14.4	4,332.1	99.6	6,051.7	2,558.5	281.9	8,328.4	10.76	12.85	18.85	6.68				
2003	6,597.9	1,325.7	197.0	91.1	-	4,854.5	129.6	3,208.6	3,389.2	326.6	6,271.3	6.45	10.77	16.38	4.95				
2004	7,750.1	211.6	116.9	1,874.3	7.2	5,521.2	18.9	4,760.3	2,989.9	135.8	7,614.3	5.69	6.09	11.09	3.83				
2005	9,561.1	85.2	104.9	1,818.6	-	7,550.1	2.4	4,768.4	4,792.8	107.3	9,453.8	5.93	6.64	11.07	4.67				
Ene-06	1,055.5	13.3	12.6	33.8	-	995.8	-	540.2	515.4	12.6	1,042.9	7.22	8.20	13.92	6.96				
Feb-06	688.8	2.6	3.7	206.1	-	474.6	1.7	337.4	351.4	5.5	683.3	7.99	8.05	13.30	5.69				
Mar-06	506.1	53.3	2.3	155.1	-	295.5	-	228.4	277.8	2.3	503.9	8.61	9.35	13.38	5.98				
Abr-06	1,303.0	-	3.8	76.9	-	1,220.6	1.8	403.3	899.7	5.5	1,297.5	5.57	8.69	12.46	5.12				
May-06	556.9	-	1.8	117.0	-	438.0	-	127.0	429.8	1.8	555.1	7.41	5.76	12.81	5.97				
Jun-06	613.1	-	0.2	109.0	-	502.2	1.8	469.0	144.2	2.0	611.1	8.21	8.84	13.47	7.08				
Jul-06	807.8	-	3.1	64.6	-	740.0	-	476.6	331.2	3.1	804.7	8.58	6.03	14.66	8.06				
Ago-06	698.4	-	0.2	151.8	-	546.5	-	479.7	218.7	0.2	698.2	8.78	5.58	14.88	7.09				
Sep-06	601.4	-	0.2	41.6	-	559.1	0.5	231.9	369.5	0.7	600.7	8.06	6.00	13.74	7.64				
Oct-06	490.2	-	2.0	211.5	-	276.7	-	217.8	272.4	2.0	488.2	11.63	6.69	15.81	8.47				
Nov-06	231.8	-	0.1	147.2	-	83.9	0.5	155.9	75.8	0.7	231.1	11.72	6.11	13.60	8.44				
Dic-06	341.9	-	-	45.7	-	296.2	-	45.7	296.2	-	341.9	8.52	-	15.42	7.45				
2006	7,894.9	69.2	29.9	1,360.2	-	6,429.2	6.4	3,712.8	4,182.1	36.3	7,858.6	8.00	8.70	14.00	6.72				
Ene-07	559.4	-	0.4	80.1	-	478.3	0.6	138.2	421.2	1.0	558.4	8.20	6.52	15.32	7.01				
Feb-07	405.5	-	1.4	104.5	-	299.6	-	348.2	57.3	1.4	404.1	8.04	6.57	14.19	5.91				
Mar-07	822.3	-	3.4	84.5	-	733.8	0.6	656.9	165.3	3.9	818.3	7.17	6.28	13.99	6.39				
Abr-07	184.4	-	7.1	78.4	-	98.8	-	78.4	105.9	7.1	177.3	10.21	9.67	14.87	6.54				
May-07	613.5	37.2	3.7	121.0	-	451.0	0.6	438.2	175.3	4.3	609.2	8.00	9.33	13.94	6.28				
Jun-07	871.1	162.4	5.1	187.1	-	516.5	-	688.6	182.5	5.1	866.0	9.44	9.48	14.01	7.76				
I Sem 2007	3,456.1	199.6	21.0	655.7	-	2,578.1	1.7	2,348.6	1,107.6	22.7	3,433.4	8.32	9.39	14.29	6.71				

Fuente: SIBOIF