

Política monetaria del Banco Central de Nicaragua

Programa de Crecimiento Económico y Reducción de la Pobreza (PRGF) ●

Aspectos de la política monetaria ●

Decisiones de política monetaria ●

Evolución del balance monetario ●

Panorama del sistema bancario ●



Banco Central de Nicaragua

Programa de Crecimiento Económico y Reducción de la Pobreza

Durante 2002 y 2003 la política económica se orientó al objetivo de sostenibilidad externa e interna del país, priorizando la estrategia de reducción de pobreza y propiciando el crecimiento económico en un contexto de baja inflación. La estrategia de gobierno para alcanzar los objetivos anteriores incluyó lograr el punto de culminación de la iniciativa HIPC, para lo cual se requería de un programa con el Fondo Monetario Internacional.

En esta perspectiva, los objetivos de política fiscal y monetaria se enmarcaron en el Programa de Crecimiento y Reducción de la Pobreza (PRGF) negociado con el FMI. La firma y cumplimiento de un acuerdo con el FMI, además de ser un requisito para la HIPC, daba gran impulso al programa económico del gobierno, a través de tres vías: la primera, asegurando financiamiento externo en forma de recursos líquidos, la segunda, asegurando financiamiento al programa de reducción de pobreza a través de desembolso externos y el otorgamiento de alivio interino de deuda externa, y la tercera, a través del impacto en la credibilidad y apoyo a la agenda económica y estructural del gobierno.

De esta forma, el programa económico del gobierno se diseñó en base a objetivos fiscales y monetarios orientados a reducir vulnerabilidades, y a la adopción de una agenda estructural que abarcaba diferentes ámbitos de acción. Uno de los instrumentos más importantes para alcanzar los objetivos fiscales se centró en mejorar la gestión tributaria, basándose en una amplia reforma del marco legal impositivo, orientada a ampliar la base tributaria y reducir tratos preferenciales. Por el lado del gasto público, los esfuerzos se centraron en mejorar la asignación de recursos, priorizando el gasto en pobreza, y aplicando medidas de austeridad.

Los esfuerzos en materia de ingresos y gastos fiscales se complementarían con medidas específicas de financiamiento del programa, como la desincorporación de empresas públicas y la liquidación de activos. Estos recursos, aunados al financiamiento externo concesional permitirían no sólo el fortalecimiento de las reservas internacionales del BCN sino también la implementación de una activa política de reducción de deuda interna.

Por su parte, el objetivo de estimular el crecimiento económico, en un contexto de ajuste fiscal, se concilió a través de una política monetaria responsable dirigida a incrementar la liquidez del sistema financiero, haciendo propicio el crecimiento del crédito a la economía y la reducción en las tasas de interés. La armonía de políticas y la credibilidad en el régimen cambiario, permitirían también apuntar hacia mayor estabilidad de precios y niveles más bajos de inflación.

Para lograr los objetivos anteriores en el programa, se establecieron 7 criterios de desempeño, lo cuales se pueden agrupar en tres bloques. El primero, se refiere a objetivos fiscales, los cuales incluyen la meta de ahorro del sector público combinado y el límite al financiamiento interno neto del mismo sector. El segundo grupo incluye metas monetarias, donde se incorporan las reservas internacionales del BCN, el límite a la expansión de activos domésticos netos del BCN y la meta de reducción de deuda interna. Y el tercer grupo, se refiere a la deuda externa, en donde se establece la prohibición de endeudamiento no concesional del sector público y la no acumulación de atrasos de servicio de deuda externa.

Adicionalmente, se establecieron criterios de carácter indicativo que permitieran evaluar el desempeño del gobierno en la recaudación tributaria y el control del gasto, así como un indicador más amplio que daba seguimiento al déficit del sector público combinado. Con el objetivo de dar seguimiento a las metas e incorporar mayor flexibilidad en las decisiones de política, el programa se negoció en base a evaluaciones trimestrales, las cuales iniciaron oficialmente para el período octubre-diciembre 2002, luego que el gobierno realizara una serie de medidas de ajuste fiscal que sirvieron como antecedentes para la firma de un acuerdo de tres años con el FMI. De esta forma, se programaron evaluaciones a marzo, junio y septiembre 2003, cuando se completó el primer año del PRGF.

Evaluación del primer año del PRGF

A septiembre de 2003, se realizó la evaluación del primer año del PRGF correspondiente al período octubre 2002-septiembre 2003, lo cual era un requisito fundamental para que Nicaragua accediera al punto de culminación de la iniciativa HIPC. A pesar de los tropiezos en la implementación de ciertas medidas, la eficaz respuesta en medidas de políticas, de parte del gobierno, y, en consenso nacional en torno a la HIPC, aseguraron una buena evaluación trimestral tanto de las metas cuantitativas del programa como de la agenda estructural.

Desde la primera revisión, los riesgos inherentes en el programa no se hicieron esperar. En diciembre de 2002, luego de la aprobación del PRGF por parte del directorio del FMI, se incumplió el primer criterio de desempeño de la agenda estructural, con la aprobación, por parte de la asamblea, de un presupuesto del gobierno, para 2003, contradictorio con los objetivos del programa financiero. Para corregir esto, luego de intensos cabildos internos y de renegociaciones con el FMI, un veto presidencial conllevó a la aprobación de un presupuesto revisado, en el cual, a través de medidas tributarias, se hizo frente a parte de la demanda de mayor gasto público, comprometiéndose el gobierno a nuevos incrementos de gastos financiados con la reforma tributaria programada para mediados de año.

La modificación del presupuesto resultante del veto presidencial incluyó la ampliación del gasto primario, los cuales se destinaron a salarios a la Corte Suprema de Justicia, policías, bomberos, maestros, ejército y salud, incluyendo a su vez, menores salarios para la Presidencia de la República y gabinete. El financiamiento de las modificaciones presupuestarias consistió en un impuesto extraordinario a la banca e incrementos en las tasas impositivas a la importación de vehículos y cigarrillos.

Lo anterior demoró la evaluación de la primera revisión del programa, lo que a su vez retrasó el programa de desembolsos externos líquidos, provocando un leve desvío en el límite de financiamiento interno neto a marzo. De esta forma, la primera y segunda revisión del programa, realizada en conjunto, requirió de dispensas por el incumplimiento de metas.

Posteriormente, durante el segundo trimestre del año, con el objetivo de que los niveles de ingresos y gastos del gobierno fueran consistentes con las metas del programa, se aprobaron simultáneamente una nueva modificación al presupuesto de la República y la Ley de Equidad Fiscal. La ampliación del presupuesto se destinó a complementar ajustes salariales y gastos de capital. Esta segunda etapa de modificaciones presupuestarias se financió a través de la Ley de Equidad Fiscal, la cual ya formaba parte de la agenda estructural del gobierno, pero que tuvo que ser ampliada para obtener mayores rendimientos. También durante las discusiones de la reforma tributaria, las presiones y cabildeos de diferentes actores de la sociedad no se hicieron esperar. En estos casos las mayores discusiones se dieron en torno al otorgamiento de exoneraciones tributarias y a la exenciones de impuestos a los productos de la canasta básica.

Así mismo, como parte de la agenda estructural del PRGF y como elemento fundamental de financiamiento del programa, se llevó a cabo el plan de liquidación de activos provenientes de los bancos intervenidos. Dentro del programa se incorporó un plan de trabajo detallado para este proceso, partiendo de la contratación de una firma internacional para implementar la liquidación de una manera transparente y eficiente. Al igual que las reformas tributarias, la implementación de este plan fue uno de los esfuerzos más difíciles de sobrellevar, dado la fuerte presión política de diferentes agentes económicos. No obstante lo anterior, durante el segundo trimestre del año, de acuerdo a lo programado, se realizaron las principales subastas de activos, finalizando en agosto.

Con un pequeño desfase en el calendario de implementación del plan de liquidación de activos y un leve desvío en la meta de ahorro del sector público combinado derivado del retraso en la aplicación de medidas tributarias, la tercera revisión del programa, a junio del 2003, fue aprobada. De esta forma, uno de los principales retos

para la cuarta revisión se centró en la recaudación de impuestos. Esto porque indicadores preliminares de ingresos del gobierno daban señales de problemas en la recaudación y este potencial desvío ponía en peligro la satisfactoria evaluación del primer año del programa, lo que indudablemente postergaría la HIPC.

Dentro de este contexto, además de redoblar esfuerzos en la administración tributaria, se buscaron medidas compensatorias en el resto de las instituciones del sector público combinado. Dentro de estas, una de las que compensó en gran medida el desvío de ingresos del gobierno fue el Banco Central, a través de menores egresos cuasifiscales. Para este año, debido a los fuertes vencimientos de títulos bancarios en 2004, se había programado iniciar con un plan de recompra de títulos, lo que implicaba mayores egresos financieros. No obstante, la buena ejecución de la política monetaria y fiscal durante el año hicieron propicia la renegociación de la deuda bancaria, lo cual sustituyó la recompra programada.

Durante el primer año del programa, las empresas públicas también aplicaron medidas, entre ellas, se realizó un ajuste promedio de 7 por ciento en las tarifas de agua a partir de junio de 2003. A pesar de lo anterior, las empresas públicas presentaron presiones en sus flujos de operaciones, tanto por incrementos en sus gastos de operación, como por disminución de sus ingresos por servicios. Por su parte, el resto del sector público (INSS y ALMA) presentó un mejor desempeño en sus operaciones, especialmente el Instituto Nicaragüense de Seguridad Social, el cual incrementó sus ingresos por cotizaciones y redujo gastos administrativos, lo que más que compensó el incremento en pensiones y prestaciones médicas.

En lo que se refiere a la agenda estructural^{1/}, durante el primer año del PRGF, se realizaron reformas en el marco prudencial del sistema financiero, se adoptó el nuevo sistema de cuentas nacionales año base 1994, se elaboraron planes de acción de mejoras administrativas de las direcciones recaudadoras, se estableció una comisión para evaluar el gasto público, se inició el proceso de discusión de reformas judiciales, y se llevó a cabo el proceso de desincorporación de la restante participación gubernamental en ENITEL.

Con un esfuerzo conjunto y la oportuna toma de decisión de parte de las autoridades, las metas cuantitativas del programa a septiembre fueron cumplidas, a excepción de un leve retraso en los pagos de deuda externa y en la agenda estructural, con un rezago de un mes, en la conclusión del plan de liquidación de activos, para lo cual se solicitó dispensa. Gracias al consenso nacional en torno al objetivo de alcanzar el punto de culminación de la iniciativa HIPC diferentes agentes y grupos de presión coincidieron en la importancia de

1/: La matriz completa de reforma estructural del PRGF se presenta en el capítulo de finanzas públicas.

implementar las diferentes medidas de políticas impulsadas por las autoridades. Con esto, Nicaragua, además de obtener recursos a ser destinados a la estrategia de reducción de la pobreza, consolidó las finanzas públicas, fortaleció las reservas internacionales y avanzó en la agenda estructural.

No obstante lo anterior, a pesar de las mejoras en los indicadores fiscales y monetarios alcanzados en el primer año del programa, los retos alrededor del objetivo de sostenibilidad siguen siendo grandes en el mediano plazo. A diciembre 2003, algunos indicadores fiscales relacionados a la meta de ingresos tributarios del gobierno presentaron desvíos, lo que toma mayor relevancia ante la permanente demanda por ajustes salariales en el sector público, los crecientes vencimientos de deuda pública en los próximos años y el impacto presupuestario de reformas estructurales como la descentralización municipal, la reforma de pensiones y el servicio civil.

En este sentido, la estrategia del gobierno para los próximos años debe centrarse en mantener la estabilidad macroeconómica, priorizar el gasto público para destinar mayores recursos a proteger a los sectores más vulnerables, apoyar al sector privado en apropiarse de los beneficios de los tratados de libre comercio, y generar un amplio consenso en el Plan Nacional de Desarrollo, que una de nuevo en un objetivo común a todos los nicaragüenses.

Evolución del PRGF: 2003

El programa monetario se caracterizó por los esfuerzos de fortalecer el ahorro público, agilizar el programa de inversiones públicas, fortalecer las reservas internacionales y reducir la deuda interna. La mejora en los indicadores fiscales derivada de la aplicación de políticas tributarias y la obtención de recursos externos concesionales resultaron en acumulación de recursos del gobierno en el BCN. Lo anterior permitió una política monetaria responsable, consistente con el objetivo de inflación y de política cambiaria, la cual continuó apoyándose en el régimen de mini-devaluaciones preanunciadas del 6 por ciento anual del córdoba con respecto al dólar americano.

A lo largo del año, con una inflación interanual en línea a lo previsto, y con un estricto seguimiento a la meta de reservas internacionales, las decisiones de política del banco central se orientaron a la ejecución del plan de liquidación de activos de bancos intervenidos, al programa de reducción de deuda interna y a la mejora de la posición financiera del BCN. En un contexto de ingresos financieros decrecientes por las bajas tasas de interés internacionales, y altos egresos financieros derivados de la deuda interna, las pérdidas cuasi fiscales constituyeron uno de los principales elementos expansivos del balance monetario.

A continuación se presenta la ejecución de las principales metas, empezando el análisis con las relacionadas al sector público combinado, para luego enfocarse en mayor detalle en el desempeño de los criterios de desempeño del Banco Central.

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

Conceptos	enero- diciembre 2003		
	Programa	Observado	Margen (+) Desvío (-)
1. Ahorro combinado del sector público	119	(6)	(125)
2. Financ. doméstico neto combinado del sect. público	(995)	(1,011)	16
3. Activos domésticos netos del BCN	429	144	285
4. Reservas internac. netas ajustadas del BCN ^{1/}	(15)	18	33
5. Reducción neta de deuda interna del BCN ^{1/}	17	71	54
6. Contratac. SPNF de préstamos externos no conces. ^{1/}	0	0	0
7. Mora por servicio de deuda externa ^{1/}	0	0	0
Metas indicativas			
1. Ingresos tributarios del gobierno central	10,079	9,851	(228)
2. Gasto total primario del gobierno central	11,460	12,058	(598)
3. Déficit combinado del sector público, antes de donaciones	(5,496)	(5,988)	(493)

^{1/}: millones de dólares
 Fuente: Gerencia de Estudios Económicos-BCN

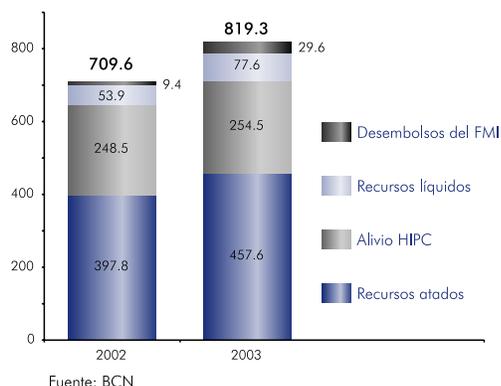
Los resultados señalan que el ahorro combinado del sector público fue menor al esperado, al presentar incluso un signo negativo, es decir, que el sector público no logró financiar con sus propios ingresos su gasto de funcionamiento, las transferencias corrientes y el servicio de intereses de deuda. Los desvíos en el ahorro se presentaron en ENTRESA, ENACAL y, en mayor proporción, en el gobierno central, derivado de menores ingresos tributarios a los previstos en la reforma tributaria por concepto del impuesto mínimo del IR y en el IVA. Estos desvíos fueron parcialmente compensados por márgenes en el INSS, por mayores cotizaciones, y en el resultado cuasifiscal del Banco Central.

Los buenos resultados del cuasi fiscal se obtuvieron del acertado manejo de las negociaciones de deuda externa que derivó en menores intereses al exterior, como por mayores ingresos operativos. En la meta anual del cuasifiscal, a diferencia de la evaluación a septiembre, no se observa como margen el impacto de las renegociaciones de títulos bancarios y postergación de recompra del BCN, puesto que en las revisiones trimestrales del programa ya se habían incorporados estos elementos en la meta a diciembre 2003.

A pesar del desvío en el ahorro y de la mayor ejecución del programa de inversión del gobierno, el límite al financiamiento interno del sector público combinado se cumplió, puesto que el mayor déficit fue financiado a través de mayores préstamos concesionales y donaciones externas. El mayor gasto público se dirigió a programas de lucha contra la pobreza, el cual excedió la meta en 0.5 por ciento, del PIB, no requiriendo financiamiento inflacionario mediante la monetización del déficit o desplazando el crédito del sector productivo al público.

El mayor déficit fiscal y el retraso en la venta de las acciones estatales de ENITEL, incidieron en que el gobierno trasladase al Banco Central menores recursos a los programados. A pesar de lo anterior, el Banco Central cumplió con las metas de acumulación de reservas, activos internos netos y reducción de deuda interna, gracias a la ejecución del cuasi fiscal, de ganancias cambiarias derivadas del manejo de las reservas internacionales, y del manejo de liquidez del sistema financiero.

Gráfico III-1
Financiamiento externo al sector público combinado
(millones de dólares)



Principales resultados del PRGF

Los resultados macroeconómicos del programa monetario 2002-2003 son muy satisfactorios. En primer orden, gracias a la aplicación de reformas impositivas y administrativas, los ingresos corrientes del sector público han aumentado en más de 2 puntos del PIB, incidiendo en la reversión del desahorro del sector público combinado^{2/} de 3.3 por ciento del PIB en 2001 a cero por ciento del PIB en 2003. Este cambio en los niveles de ahorro se visualiza aún más en el ahorro primario, el cual pasó de 2.9 por ciento del PIB en 2001 a 6.3 por ciento del PIB en 2003.

Tabla III-2
Operaciones del sector público combinado
(porcentaje del PIB)

Conceptos	2001	2002	2003
Ingresos corrientes	19.5	20.3	21.6
Gastos corrientes	22.8	22.9	21.6
Ahorro del sector público combinado	(3.3)	(2.6)	0.0
Gasto de capital y concesión neta de préstamos	10.5	8.0	9.6
Balance del sector público combinado antes de donaciones	(13.7)	(10.6)	(9.6)
Donaciones	4.7	5.0	5.2
Balance del sector público combinado después de donaciones	(9.1)	(5.6)	(4.3)
Financiamiento	9.1	5.6	4.3
Financiamiento externo neto	3.0	4.2	5.6
Financiamiento interno neto	6.1	1.4	(1.3)

Nota: De acuerdo a la metodología del PRGF, la cual difiere de la presentada en el capítulo de Finanzas Públicas por presentación devengada del servicio de deuda y por cobertura, al incluir al BCN.
Fuente: Gerencia de Estudios Económicos-BCN

^{2/}: Se refiere a metodologías y conceptos de sector público combinado utilizado en el PRGF.

El esfuerzo de ahorro del sector público se reflejó también en un menor déficit después de donaciones, el que se logró reducir de 9.1 por ciento del PIB en 2001 a 4.3 en 2003. Además del ahorro, en la evolución de este déficit incidió un mayor nivel de donaciones externas y un mejor control sobre el gasto de inversión. No obstante lo anterior, es importante mencionar que el esfuerzo por priorizar y racionalizar el gasto se reflejó en un incremento en los niveles de gasto en pobreza, los que aumentaron de 9 puntos del PIB en 2001 a 11.4 en 2003.

Los resultados de la política fiscal, el importante apoyo externo por 1,529 millones de dólares en dos años y la consecución de medidas estructurales como la liquidación de activos y la desincorporación de empresas estatales, se reflejó a su vez en incrementos en las reservas internacionales brutas por más de 120 millones de dólares en el período en mención, aún después de cumplir satisfactoriamente el programa de reducción de deuda interna del BCN.

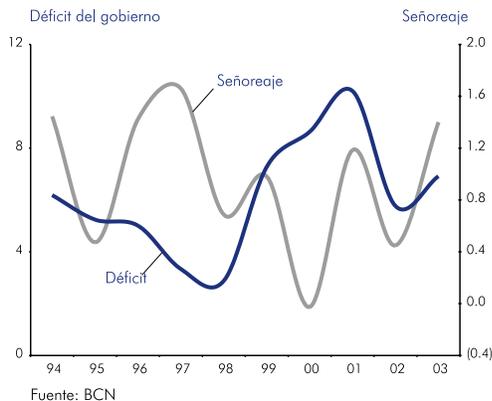
La buena consecución de la política monetaria se ha reflejado a la vez en una menor tasa de intervención del BCN, y ha hecho propicia la reducción de tasas activas y pasivas del sistema financiero y el crecimiento del crédito. En el contexto anterior, a pesar del débil panorama internacional, la estabilidad macroeconómica, el programa de inversión pública, y la credibilidad en el programa económico, coadyuvaron a visualizar señales de recuperación dentro del sector real.

Aspectos de la política monetaria

Dada la vulnerabilidad externa de Nicaragua, la meta cuantitativa más importante en el programa monetario es el aumento en las reservas internacionales. Y, como resultado de la organización económica del país dicho aumento debiese generarse principalmente vía el superávit fiscal. Este superávit se traslada a los depósitos del gobierno en el BCN, donde se ubica como uno de los eslabones más importantes del balance monetario. En el balance monetario, dicho aumento de reservas internacionales viene a ser la diferencia entre la oferta y demanda de liquidez primaria, es decir liquidez de alto poder expansivo o emisión del BCN.

En el comportamiento de esta liquidez intervienen factores autónomos y factores de política del BCN. Entre los factores autónomos pueden citarse las cuentas del gobierno, las que, por su naturaleza, no son fácilmente predecibles exhibiendo una alta volatilidad. Igualmente sucede con las mismas reservas internacionales, las cuales, en una economía pequeña, abierta y con tipo de cambio semi-fijo, son la variable de ajuste por excelencia. Es decir, los shocks y desequilibrios monetarios que se producen en la economía tienden a ser ajustados

Gráfico III-2
Señoreaje y déficit del gobierno antes de donaciones
(porcentaje del PIB)

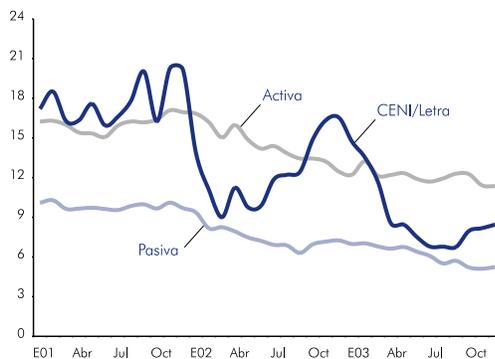


o corregidos vía cambios en las reservas internacionales, de manera que el cumplimiento de la meta cuantitativa demanda una respuesta de política de la autoridad monetaria.

El objetivo de los factores de política del BCN es hacerle frente a la volatilidad de los factores autónomos, con el fin de lograr la meta de ganancia en reservas internacionales. En el mismo sentido, se pueden mencionar como factores autónomos la emisión, los depósitos de los bancos en el BCN, y los cambios de valuación, al menos de los conceptos contables que se registran a precio de mercado. Los factores de política del BCN están referidos a sus instrumentos, así se tiene el encaje legal, el cual ha venido disminuyendo como parte de la tendencia moderna de minimizar el encaje como instrumento de política; las operaciones de mercado abierto, donde la tasa de interés de los títulos se han convertido en el instrumento de política más importante del BCN, y, finalmente, está el señoreaje, es decir el impuesto a los saldos reales monetarios o impuesto inflación.

El señoreaje puede ser utilizado en dos instancias, para financiar el déficit fiscal o cuasifiscal, lo cual significaría que se utiliza como impuesto inflación; alternatively, el señoreaje puede responder principalmente al crecimiento en la demanda real de dinero, lo que lo ubicaría en un contexto de impuesto óptimo, es decir, el señoreaje vendría determinado por las condiciones de equilibrio del mercado de dinero.

Gráfico III-3
Tasa pasiva, activa y rendimiento ponderado de CENI^{1/}
(porcentaje)



El gráfico III-2 tiene una doble escala, a la izquierda se mide el déficit del gobierno antes de donaciones, y, a la derecha, el señoreaje, ambos expresados como porcentajes del PIB. El señoreaje no exhibe correlación significativa con el déficit fiscal; como ya se mencionó, esto significa que los shocks al balance monetario se compensan con la tasa de interés del BCN, y el señoreaje responde a variables más permanentes dentro del sistema.

La tasa de interés del BCN, incorporada en los CENI, letras y bonos, sí presenta las características de una variable que se utiliza para compensar shocks del balance monetario en el BCN, aunque no necesariamente para estabilizar variables agregadas dentro del sistema. El gráfico III-3 presenta el comportamiento de la tasa de interés del BCN, al igual que la tasa promedio pasiva y activa en el sistema bancario. Como puede observarse, la tasa del BCN presenta fuertes oscilaciones en el período 2001 a 2003. Las fluctuaciones del primer semestre (2001) cobran fuerza hasta alcanzar un máximo (20%, aproximadamente) en noviembre (2001) coincidiendo con las elecciones presidenciales. La pérdida de reservas en ese año fue sustancial y aunque la tasa de interés del BCN respondió al shock político no alcanzó a compensar el drenaje de reservas. Esta coyuntura cambió sustancialmente a lo largo de los primeros tres trimestres de 2002, en que dicha tasa bajó a niveles de un dígito; no obstante, hacia fines de 2002, ante el temor de un rezago en los desembolsos

de recursos externos líquidos, el BCN se vio presionado para subir su tasa de interés a alrededor de 18 por ciento, en defensa de las reservas internacionales; finalmente, a lo largo del 2003 y con un programa en firme con el FMI la tasa del BCN ha caído a niveles mínimos (8.4 % al cierre de diciembre).

La función de amortiguador o absorbedor de choques de la tasa de interés del BCN creó las condiciones para que la tasa pasiva del sistema bancario mostrara un decrecimiento pausado y armónico con las tasas internacionales, en el mismo período.

Decisiones de política monetaria

Se mantuvo el sistema de deslizamiento diario preanunciado con una tasa de devaluación del seis por ciento anual, misma que se transmitió a una tasa de inflación cercana al seis por ciento anual (6.5%). Puesto que la credibilidad del régimen cambiario exige mantener un nivel adecuado de reservas internacionales, los instrumentos monetarios se dirigieron a proteger los saldos de reservas, conciliando las decisiones de política con el objetivo de reducir la deuda del BCN. En este sentido, el programa fue ambicioso al perseguir objetivos de sostenibilidad externa e interna, priorizando la meta de reservas internacionales.

A lo largo del año, las decisiones de política monetaria se orientaron a compensar las fluctuaciones de los movimientos autónomos, especialmente del sector público. En este año, los elementos que impregnaron de mayor volatilidad e incertidumbre la programación de traslados de recursos del gobierno se derivaron de tensiones políticas que afectaron importantes instrumentos fiscales como el presupuesto y la reforma tributaria, rezagos en los desembolsos externos líquidos, y el retraso en el proceso de venta de acciones estatales de ENITEL. El efecto de estos elementos se aprecia en las decisiones de política monetaria, especialmente a inicios de año, cuando la discusión del presupuesto provocó retrasos en los desembolsos externos y, con el objetivo de evitar una mayor pérdida de reservas, se incrementaron las operaciones de mercado abierto, postergando al segundo trimestre el calendario de reducción de deuda.

Adicionalmente, con el objetivo de evitar mayores expansiones del déficit cuasifiscal que las programadas, y ante la reducción de las tasas de interés recibidas por las reservas internacionales, se ajustaron las tasas de interés pagadas por el BCN a los títulos especiales de liquidez y a los títulos especiales de inversión, alineándolas a la tasa devengada por las reservas. La racionalidad de esta medida fue igualar el costo marginal con el ingreso marginal de los recursos adquiridos para fortalecer el nivel de reservas, evitando de esa manera el deterioro en la posición financiera del BCN.

A partir del segundo trimestre, con una menor tensión política

que incidiera en el programa monetario y con el ingreso de recursos líquidos, se inició el programa de reducción de deuda. Desembolsos externos líquidos por el orden de US\$ 41.5 millones en dicho trimestre, permitieron mayor estabilidad en la programación monetaria, elemento que fue de suma importancia dada la incertidumbre que se presentaba acerca del resultado del plan de liquidación de activos.

Durante el segundo semestre del año, con menores presiones por recursos líquidos, y con la conclusión de las subastas de activos, los retos en términos de decisiones de política monetaria cambiaron sustancialmente. De acuerdo a lo programado, se redujo gradualmente el encaje mantenido en títulos especiales de liquidez. La selección de estos instrumentos para reducir deuda, a pesar que eran los de menor costo, se realizó bajo dos criterios. El primero fue que este instrumento se había creado de forma transitoria en 2001 para proteger las reservas internacionales, y el segundo, que dada la alta concentración en la tenencia de otros títulos a vencerse, los TEL aseguraban la entrega de liquidez a todo el sistema. La reducción gradual de 0.5 por ciento mensual, se realizó a fin de evitar inyecciones de liquidez en volúmenes tales que afectaran el manejo de portafolio del sistema financiero, incrementando el riesgo de selección adversa en el crédito y afectando la rentabilidad del sistema.

Tabla III-3

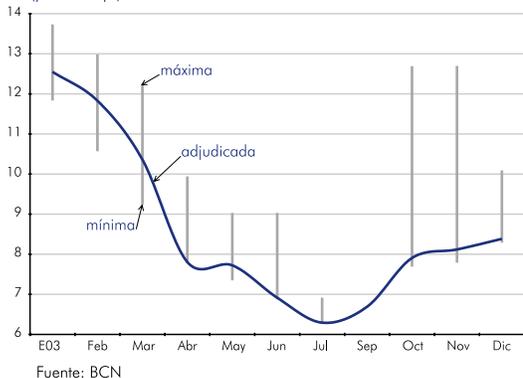
Panorama del Banco Central: 2003
(millones de córdobas)

Conceptos	2002	2003				
		I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Total
Reservas internac. netas ajustadas^{1/}	48.4	(7.5)	56.6	(13.0)	(17.8)	18.3
Reservas internac. netas ajustadas	691.5	(113.1)	855.3	(196.0)	(269.1)	277.1
Política fiscal	(1,329.5)	(344.0)	(732.9)	(821.5)	217.0	(1,681.4)
Crédito neto al gobierno central	(1,398.9)	(304.6)	(652.9)	(436.3)	363.4	(1,030.4)
TEI con el resto del sector público no financiero	69.4	(39.4)	(80.0)	(385.2)	(146.4)	(651.0)
Política monetaria	894.7	116.7	437.6	848.5	876.7	2,279.5
Colocación de títulos	406.8	(193.1)	354.7	874.2	682.8	1,718.6
Resultado cuasi fiscal	1,114.7	297.0	201.3	199.4	308.0	1,005.7
Recuperaciones bancarias netas de comisiones	(532.4)	(32.7)	11.2	(363.6)	34.6	(350.5)
Otros	(94.4)	45.5	(129.6)	138.5	(148.7)	(94.3)
Demanda de base monetaria	256.7	(340.4)	560.0	(169.0)	824.6	875.2
Encaje en moneda nacional	73.9	(257.8)	540.4	(223.6)	347.1	406.1
Numerario	136.4	(180.1)	(25.0)	27.4	598.5	420.8
Caja	46.4	97.5	44.6	27.2	(121.0)	48.3

1/ : millones de dólares

Fuente: Gerencia de Estudios Económicos, BCN

Gráfico III-4
Tasas máximas, mínimas y adjudicadas (porcentaje)

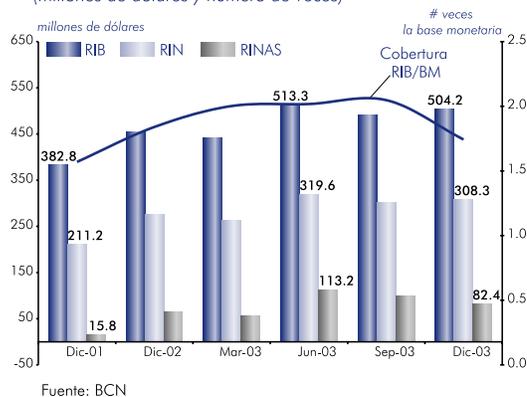


En este período, se presentaron nuevos elementos autónomos de volatilidad. Por un lado, variaciones en el manejo de portafolio de las empresas públicas aumentaron las colocaciones en títulos especiales de inversión, lo que incidió en menores necesidades por parte del BCN de colocaciones de títulos a través de subastas y menor costo de financiamiento. Lo anterior coincidió con la emisión de los nuevos títulos estandarizados, permitiendo al BCN revisar su estrategia de colocación de títulos, apuntando a reducir la vulnerabilidad financiera.

Por su parte, la política de reducción de deuda del BCN y el crecimiento de los depósitos se reflejó en excesos de liquidez del sistema financiero, que vino acompañado de mayor volatilidad en el encaje. No obstante lo anterior, los excesos de encaje, a finales de año y los desembolsos externos permitieron que, a pesar que no ingresaron los recursos previstos por la venta de las acciones estatales de ENITEL, se cumpliera con la meta de reservas internacionales, sin tener que aumentar las colocaciones de títulos a través de subastas.

Finalmente, es importante mencionar que el panorama monetario del 2003, aunque mostró una menor ganancia de reservas en comparación al año pasado, reflejó un mayor esfuerzo por reducir la vulnerabilidad financiera del BCN. El mayor traslado de recursos del gobierno observado tanto en la posición de crédito neto como en los ingresos financieros del Banco incluidos en el resultado cuasifiscal, esterilizaron la expansión monetaria resultante de las operaciones de mercado abierto. La decisión de destinar mayores recursos a la reducción de deuda, en un contexto de estabilidad de reservas, apunta a reducir en el mediano plazo las operaciones cuasifiscales del BCN, las cuales en los últimos dos años, derivado de la crisis bancaria, ha sido uno de los elementos más expansivos de los activos domésticos netos.

Gráfico III-5
Reservas internacionales y cobertura (millones de dólares y número de veces)



En este mismo orden, una medida de importancia, se refiere a la renegociación de los títulos bancarios, realizada este año. Esta negociación, a través de alargar el perfil de vencimiento de deuda en condiciones de mercado, mejoró el manejo de liquidez del sistema financiero, a la vez que aumentó la consistencia entre los flujos de caja del gobierno y sus obligaciones.

Evolución del balance monetario

En términos generales, el programa monetario se cumplió de manera satisfactoria, no obstante las volatilidades mencionadas con anterioridad, permitiendo fortalecer el nivel de reservas internacionales más allá de lo programado y reducir la deuda en el monto previsto. Se acumularon dieciocho millones de dólares en reservas internacionales ajustadas, se redujo la deuda interna en setenta y un millones de dólares y los activos internos se expandieron ciento cua-

Tabla III-4Panorama del Banco Central: 2003
(millones de córdobas)

Conceptos	Programa	Observado	Diferencia
Reservas internacionales netas ajustadas^{1/}	(15)	18	33
Reservas internacionales netas ajustadas	(228)	277	503
Política fiscal	(1,974)	(1,681)	294
Crédito neto al gobierno central	(1,508)	(1,030)	479
TEI con el resto del sector público no financiero	(466)	(651)	(185)
Política monetaria	2,285	2,280	(4)
Colocación de títulos	1,524	1,719	196
Resultado cuasi fiscal	1,123	1,006	(117)
Recuperaciones bancarias netas de comisiones	(425)	(351)	74
Otros	63	(94)	(156)
Demanda de base monetaria	83	875	792
Encaje en moneda nacional	(182)	406	588
Numerario	203	421	219
Caja	63	48	(15)

1/ : millones de dólares

Fuente: Gerencia de Estudios Económicos, BCN

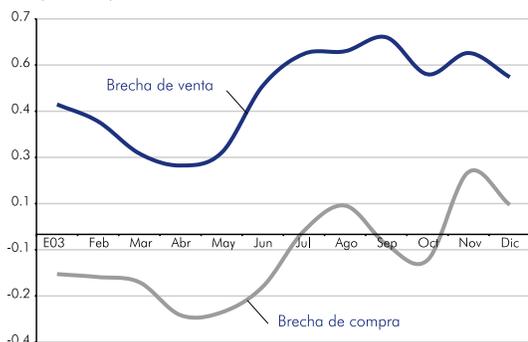
renta y cuatro millones de córdobas, significando márgenes de treinta y tres millones de dólares en las RINAS y doscientos ochenta y cinco millones de córdobas en activos internos.

La acumulación de RINAS se derivó de un mejor desempeño en el resultado cuasi fiscal y en la demanda de base monetaria, que excedió a la programada, principalmente, por los mayores depósitos de encaje. Este exceso de encaje (voluntario) en moneda nacional fue superior al programado en quinientos ochenta y ocho millones de córdobas, de los cuales correspondieron a liquidez no intermediada, cuatrocientos veinte y seis millones de córdobas y cientos sesenta y dos millones de córdobas por encaje requerido debido al mayor crecimiento de los depósitos.

El resultado cuasi fiscal fue satisfactorio debido al acertado manejo de las negociaciones de deuda externa, que permitió el ahorro de cinco millones de dólares, así como los mayores ingresos operativos, por veinte y cuatro millones de córdobas. Adicionalmente, fue importante, en el cumplimiento del programa monetario, las ganancias cambiarias derivadas del manejo de las reservas internacionales, aprovechando el arbitraje en los tipos de cambio internacionales, que significaron siete millones doscientos mil dólares, que más que compensaron la reducción de las tasas de interés devengadas por las mismas.

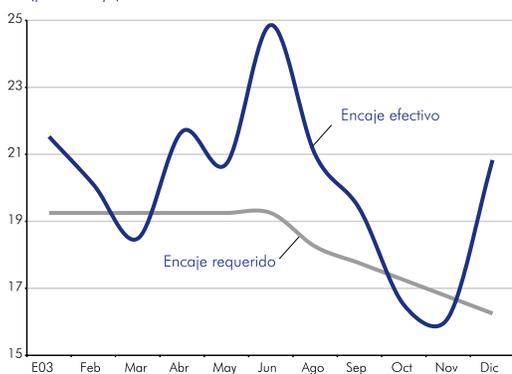
A la par del cumplimiento del programa durante el año, se observó una estabilidad en el tipo de cambio, reflejada en las fluctuaciones de

Gráfico III-6
Brecha cambiaria
(porcentaje)



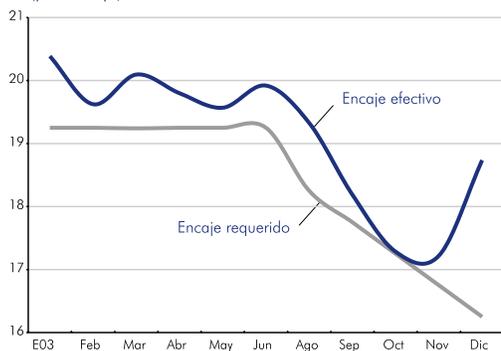
Fuente: BCN

Gráfico III-7
Encaje en córdobas
(porcentaje)



1/: Calculado en base a datos observados a fin de cada mes
Fuente: BCN

Gráfico III-8
Encaje en dólares
(porcentaje)



1/: Calculado en base a datos observados a fin de cada mes
Fuente: BCN

la brecha cambiaria promedio mensuales, la cual osciló entre -0.26 por ciento (la de compra) y 0.64 por ciento (la de venta). El período en que la brecha de venta aumentó (señal de mayor demanda de dólares) fue de junio a septiembre, que coincidió con el período de redenciones de CENI bancarios, de los Títulos Especiales de Liquidez, los pagos de intereses de los BPI y la demanda de divisas para realizar las importaciones de fin de año.

Oferta y demanda de base monetaria

La demanda de base monetaria creció ochocientos setenta y seis millones de córdobas tanto por el ya citado aumento del encaje, como por el repunte de la emisión a finales de año, originada en una fuerte demanda de numerario. El abastecimiento de base monetaria se dio por las expansiones de la oferta de córdobas y por compras netas de divisas que hizo el BCN, especialmente las cordobizaciones del gobierno para ejecutar su programa de inversión. Las principales expansiones se derivaron de la redención de CENI, C\$816 millones, y el déficit cuasi fiscal, C\$874 millones. Esta liquidez fue neutralizada mediante colocaciones de TEI por C\$1,147 millones.

Tabla III-5
Orígenes de las variaciones de la base monetaria
(flujos en millones de córdobas)

Conceptos	2001	2002	2003
Factores externos^{1/}	(69.6)	692.6	108.0
Ventas (+) compras (-) de divisas al sector privado	(1,387.0)	(329.4)	(1,949.8)
Cordobización de divisas	1,317.4	1,022.0	1,767.2
Otros movimientos del SPNF	0.0	0.0	290.6
Factores internos^{1/}	709.5	(435.7)	767.5
Sector público no financiero	618.4	(620.3)	3.3
CENI	70.6	385.5	816.1
TEI	(34.3)	(644.0)	(1,147.1)
TEL	(164.6)	(39.7)	221.2
Sistema financiero	(353.8)	(414.7)	(4.7)
FOGADE	(16.2)	(39.2)	(51.1)
Otras instituciones	(14.3)	(2.8)	(5.2)
Resultado operacional del Banco Central	570.1	930.7	873.6
Otros activos y pasivos netos	33.6	8.8	61.4
Base monetaria	639.9	256.9	875.5
Emisión	212.8	183.0	469.3
Depósitos de encaje en el BCN	427.1	73.9	406.2

1/: (+) significa expansión de la base monetaria
(-) significa contracción de la base monetaria
Fuente: Gerencia de Estudios Económicos, BCN

Los excesos de encaje voluntarios con que finalizó la banca, entre otras razones, obedeció a: a) falta de proyectos rentables en comparación a la tasa activa; b) la política de reducción de deuda del BCN que restringió una de las alternativas usuales de inversión; c) el bajo retorno de las inversiones externas; d) el alto crecimiento de agregados líquidos que exigen mayores provisiones y e) la idea de que el mantenimiento de los excesos de encaje son un indicador de fortaleza del sistema financiero.

Agregados monetarios

Los diferentes agregados monetarios mostraron un crecimiento acelerado al compararlo con el año anterior, y con el crecimiento económico. En general, su comportamiento se caracterizó por una mayor demanda de instrumentos de menor liquidez y por un mayor uso de la moneda nacional (en este año los depósitos en córdobas crecieron más que los depósitos en dólares; algo que no ocurría desde 1992), dando lugar a un proceso de remonetización y una ligera disminución del grado de dolarización de los pasivos del sistema financiero.

De acuerdo a la economía monetaria y a diversos estudios empíricos, la demanda de dinero (definida como M1A) es una función del ingreso real, la inflación y otras variables que miden el costo de oportunidad de mantener dinero. En el caso de Nicaragua, el ingreso es la principal variable que explica los movimientos en la demanda de dinero; de hecho, la elasticidad de la demanda de dinero respecto al ingreso es cercana a la unidad (con respecto a la tasa de interés la semi-elasticidad se encuentra entre 0.05 y 0.15), por lo que se espera que el crecimiento de la demanda de dinero sea muy similar al crecimiento nominal de la economía. En este contexto, si el crecimiento real de la economía fue 2.3 por ciento y el del nivel de precios 6.7 por ciento, la demanda de dinero programada debió haber crecido a una tasa cercana al 9 por ciento, que resulta mucho menor a la realización del M1A que fue de 19 por ciento.

Este crecimiento superior al de la variación del producto nominal se explicó por los ingresos adicionales provenientes de las remesas, el efecto multiplicador del crédito, la baja en las tasas de interés, la fuerte proporción del comercio informal (que requiere fuertes montos de efectivo) y la inestabilidad en la velocidad de circulación del dinero. Esta inestabilidad residió en la alta elasticidad de sustitución entre córdobas y dólares, los cambios tecnológicos en el sistema financiero y a procesos importantes de monetización, misma que ha conllevado a que en muchos países el agregado monetario como variable intermedia haya sido abandonado.

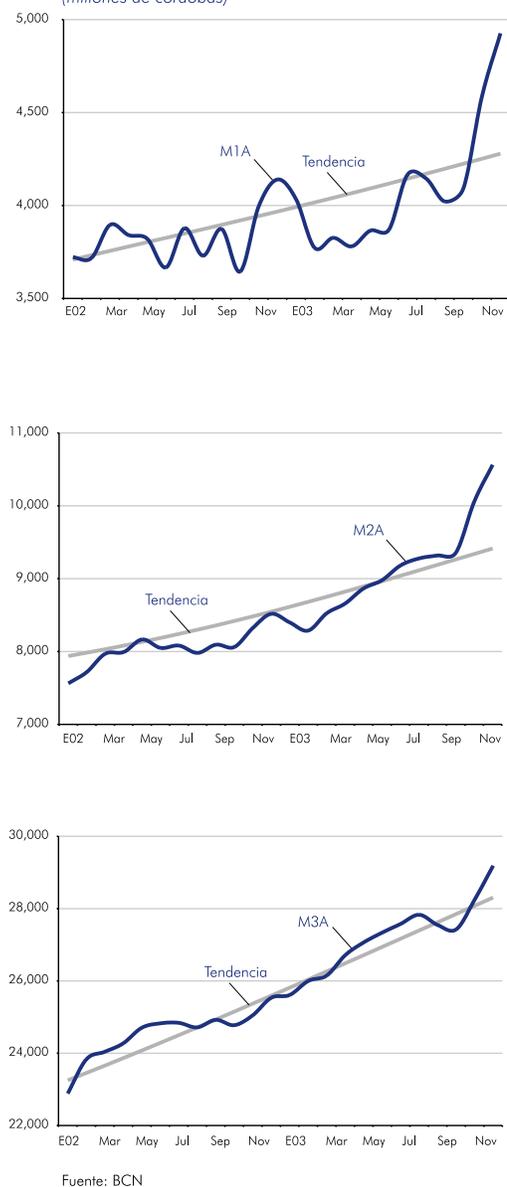
Tabla III-6

Crecimiento de los agregados monetarios

Agregado monetario	En porcentaje		En millones de córdobas	
	2002	2003	2002	2003
M1A	1.0	19.3	40.6	797.4
M2A	7.7	24.1	605.4	2,051.2
M3A	13.0	14.3	2,929.4	3,655.3

Fuente: Gerencia de Estudios Económicos, BCN

Gráfico III-9
Agregados monetarios M1A, M2A y M3A
(millones de córdobas)



En la tabla III-6, se presenta el crecimiento de los diferentes agregados, siendo los de moneda nacional los que presentaron mayor crecimiento. Tal como se ha venido mencionando, las finanzas públicas y la política monetaria estuvieron en línea con el programa con el FMI (el cual se basa en una senda de sostenibilidad fiscal), lo que impactó positivamente la confianza de los agentes económicos.

Lo anterior, en conjunto con el efecto multiplicador del crédito se tradujo en más depósitos con mayor rotación promedio, especialmente en moneda nacional, así como en menores tasas de interés.

El comportamiento del M1A presentó un crecimiento interanual bajo y con escasa volatilidad en los primeros seis meses del año, debido a una menor volatilidad en las tasas de interés. A partir del segundo semestre, este agregado creció por encima de su nivel de tendencia debido al repunte en los depósitos a la vista y la aceleración en el crecimiento del numerario.

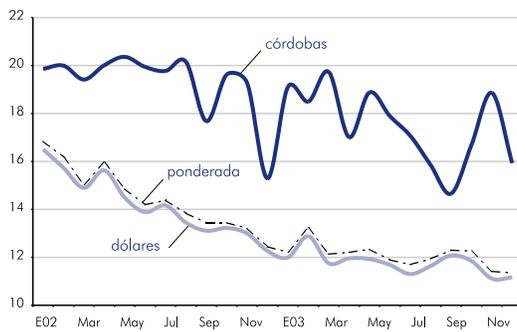
Por su parte, la trayectoria del M2A reflejó la demanda de córdobas como reserva de valor, favoreciendo los depósitos a plazo. En la gráfica III-9 se observa cómo el agregado en moneda nacional más amplio, M2A, creció aceleradamente a partir de abril, aún cuando se presentaron menores tasas pasivas y se buscó compensar, con plazos mayores, el impuesto a las tenencias monetarias.

Al final de la gráfica III-9 se presenta el comportamiento del M3A, el cual, de igual forma que el M2A, mostró un crecimiento débil en los primeros meses del año (situándose alrededor de su nivel de tendencia), acelerando posteriormente su crecimiento. Los depósitos en dólares, expresados en esa misma moneda, crecieron 3.2 por ciento (9.3%, en 2002).

Panorama del sistema bancario

La expansión de los pasivos monetarios (depósitos y otras obligaciones con el sector privado residente) y la redención de títulos del BCN, permitió a los bancos y financieras acumular reservas internacionales netas, expandir el crédito interno, especialmente al sector privado, y finalizar con los excesos de liquidez ya mencionados. De esta forma, el sistema bancario acumuló 15.9 millones de dólares en reservas brutas y 13.7 millones de dólares en reservas internacionales netas, siendo la diferencia el aumento en los pasivos externos de corto plazo. El saldo de reservas internacionales brutas del sistema bancario finalizó en US\$98 millones, y el de netas en US\$70 millones, con lo que, en conjunto con el Banco Central, el saldo de reservas brutas del sistema financiero se ubicó en US\$602 millones, 2.1 veces la base monetaria.

Gráfico III-10
Tasas activas ponderadas
(porcentaje)



Fuente: BCN

Gráfico III-11
Tasas pasivas ponderadas
(porcentaje)



Fuente: BCN

El gobierno central acumuló en el sistema financiero 788 millones de córdobas en forma de depósitos, mientras las empresas públicas disminuyeron el saldo de depósitos en 274 millones de córdobas, parte de los cuales fueron invertidos en títulos especiales de inversión del BCN. Los mayores depósitos del gobierno central provinieron del INSS, 666 millones de córdobas.

Bajo estas condiciones de liquidez, el crédito creció 30.4 por ciento y se favoreció de la baja en la tasa activa, la que se niveló en 11.35 por ciento, 109 puntos bases menor a la de diciembre 2002. Asimismo, la tasa pasiva se redujo 174 puntos bases, finalizando en 5.35 por ciento, ocurriendo la mayor reducción en los depósitos en dólares, 303 puntos bases, y, en depósitos a plazo, con reducciones que oscilaron entre 150 y 404 puntos bases, en ambas monedas, sin llegar a revertir la curva de rendimiento.

Si bien la tasa activa disminuyó, lo hizo en menor proporción que las pasivas, con lo que el margen financiero consolidado (ponderado córdobas y dólares) creció, especialmente en el período julio a diciembre. Al cierre de 2003, el margen financiero fue de 6.11 por ciento (5.19%, diciembre 2002), aumento que amortiguó el costo de mantener excesos de encaje.

Recuadro 5

Demanda de dinero y excesos de liquidez

En la implementación de las estrategias de política monetaria, todo banco central utiliza fundamentalmente como herramienta analítica la programación financiera, que muy esquemáticamente consiste en estimar los ajustes necesarios a realizarse en materia fiscal y monetaria compatibles con una meta de inflación y un objetivo prefijado de reservas internacionales.

La programación financiera incorpora cuatro sectores (el sector público, el sector privado, instituciones financieras y el sector externo) y cinco mercados (el de bienes, el de crédito, deuda externa, el de dinero y el mercado cambiario). Como todo ejercicio en el área económica y financiera, se requiere de supuestos que ayuden a comprender la conducta económica de los distintos sectores frente a los distintos mercados. Una de las virtudes del marco de esta programación consiste en que solo requiere de un supuesto básico, que es la estabilidad de la demanda de dinero. Así, dada una demanda de dinero, en un contexto de tipo de cambio fijo, la oferta monetaria se adecua a dicha demanda lográndose el equilibrio en el corto plazo. Por lo demás, el marco de la programación incluye dos restricciones presupuestarias, que son la del sector público y la del sistema financiero; y dos condiciones de equilibrio, que son el del mercado de dinero y el de crédito. Si no hay control de cambios, el mercado de divisas resulta siempre en equilibrio.

En consecuencia, el supuesto crucial es que la autoridad monetaria conoce la demanda de dinero y ésta es estable. La demanda de dinero como toda función de demanda, requiere de determinantes que de acuerdo a estudios empíricos son de dos tipos: una variable de escala, es decir una variable que incorpora el conjunto de transacciones que se desean financiar; y variables que expresen el costo de oportunidad de mantener dinero (variables de sustitución). Comúnmente, la variable de escala utilizada es el PIB o algún tipo de índice que mida la actividad económica (por ejemplo, en el caso de Nicaragua el IMAE) dado que representan la mejor aproximación del valor de las transacciones realizadas por los agentes. Con referencia a las variables de sustitución estas pueden ser diversas, por ejemplo: la tasa de interés pasiva de corto plazo, la tasa de bonos, la inflación, la devaluación, etc.

Una vez que conocemos los parámetros o las relaciones estadísticas que mantiene la demanda de dinero con sus determinantes y se establecen estimaciones del PIB, es posible conocer aquella demanda de dinero que está orientada a financiar las transacciones deseadas en la economía, y mediante ejercicios estadísticos se determina la tasa de interés que explicaría el comportamiento del segundo elemento

de dicha demanda. La autoridad monetaria conoce así la tasa de interés que equilibra el mercado monetario en el corto plazo. Dicho equilibrio en el mercado monetario se transmite como equilibrio en los flujos monetarios de la balanza de pagos, con lo que se logra el aumento deseado de reservas internacionales. Es decir, que el supuesto de una demanda de dinero estable significa que las autoridades podrán predecir en forma eficiente y consistente la liquidez en la economía, de manera que el error de predicción, en otras palabras la diferencia entre la liquidez observada y la proyectada, no tenga sesgos sistemáticos.

Sin embargo, las políticas de liberalización y apertura financiera, la innovación financiera (nuevos productos financieros, etc.) y, en algunos países, la dolarización parcial de sus economías, han vuelto inestable la relación entre la tasa de interés y los agregados monetarios, con el resultado de que el error de predicción muestra un comportamiento sistemático; es decir, que se producen excesos de liquidez de manera sistemática. En el caso de Nicaragua que además muestra un proceso de remonetización inestable (véase gráfico III-11), los ejercicios estadísticos para determinar la demanda de dinero no logran explicar satisfactoriamente las realizaciones observadas de ésta, lo cual se refleja en los excesos de encaje o reservas voluntarias que los bancos mantienen en el BCN.

Aquí se tiene que hacer una distinción importante entre excesos de liquidez y excedentes de encaje, que claramente en Nicaragua son voluntarios. El excedente de liquidez puede provenir de un exceso en la demanda de dinero o bien de un exceso de oferta de dinero. Si fuera un exceso en la demanda de dinero, éste, por principio, no podría crear excedentes de encaje ya que se destinaría a fondear un grado mayor de transacciones económicas. Así que el hecho de que el excedente de liquidez se vea reflejado como un acervo ocioso de encaje significa que se trata de un exceso en la oferta de dinero. Esto es consistente con la tendencia a la baja en la tasa de interés de los títulos del BCN y con la política de reducción en los saldos de la deuda pública interna.

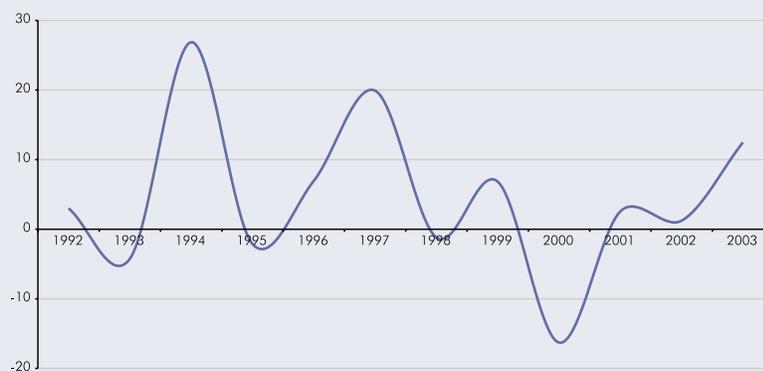
En consecuencia, la respuesta de política económica a los excedentes de liquidez no podría provenir de consideraciones relativas al equilibrio en el mercado monetario sino habría que buscarla en las decisiones de los bancos, es decir en el marco más amplio de la teoría de portafolios. La demanda de dinero, tal como se ha explicado, es una función de largo plazo que determina los saldos monetarios deseados en el largo plazo. Pero en el corto plazo, en el mercado de dinero, se producen desequilibrios de acervos y de flujos monetarios, que si bien la demanda de dinero puede incorporarlos con funciones de rezago parcial, en la teoría del portafolio estos ajustes resultan ser más fácilmente entendibles.

Por ejemplo, en Nicaragua, los excesos de liquidez no se transmiten al mercado de crédito debido a problemas de información asimétrica que existen en dicho mercado. Una opción sería la transformación de esa liquidez en córdobas a dólares vía la mesa de cambio del BCN; sin embargo, esto implica costos financieros que no se compensan con los actuales niveles de tasas de interés prevalecientes en los mercados internacionales. Otra opción, con la que cuenta actualmente la banca, es realizar la compensación ajustando los márgenes financieros. Así el margen financiero tiende a aumentar en 20 puntos base por cada uno por ciento de aumento en el encaje voluntario.

Por otra parte, estos excesos de liquidez también pudieran ser un reflejo de la función de comportamiento denominada "waiting option". Esta función de espera es un reflejo de problemas de credibilidad que se expresan como acumulación de liquidez, y en el contexto actual de la economía podría presentar persistencia dado que las señales hacia una política de tasas de interés bajas delinea una curva de Phillips donde existe un trade-off no entre inflación o salarios y desempleo sino entre tasa de interés y crédito como proxy de una política contra el desempleo.

Como reflexión final, podría expresarse la necesidad de investigar con más profundidad una posible función de reacción en la política monetaria ante estos desequilibrios. De tal forma que ante una reducción en la tasa de interés del BCN que no sea predicha por la función de reacción (que indicaría "sorpresas" monetarias), la autoridad monetaria pudiera diseñar mecanismos de ajustes que eviten estas situaciones. No hay que olvidar que las "sorpresas" monetarias sistemáticas, no son factibles ni deseables debido al impacto que tiene sobre la credibilidad y la efectividad de la política monetaria para influir sobre el mercado de dinero y los sectores reales en el corto plazo.

Gráfico III-11
La remonetización en Nicaragua
(porcentaje)



Nota: la remonetización se calcula utilizando la ecuación de la teoría cuantitativa del dinero
 $MV = PT$ (M: oferta monetaria; V: velocidad del dinero; P: precio; T: número de transacciones)
 Fuente: BCN

Recuadro 6

Presión cambiaria y shocks

La economía nicaragüense presenta tres características sobresalientes: una alta especialización en la producción y exportaciones, una alta volatilidad como consecuencia de shocks reales, financieros y políticos, y una elevada dolarización. La alta especialización procede de una estructura productiva concentrada en unos cuantos productos primarios –café, azúcar, pecuario, pesca- cuyos precios tienden a mostrar un comportamiento muy volátil, situación que le imprime una gran rigidez al sistema productivo debido a que el factor recursos naturales no es flexible, y no es móvil. Así, las fluctuaciones bruscas en los términos de intercambio se transmiten como fluctuaciones bruscas en la producción y exportaciones. Esta predisposición a los shocks se transmiten a los instrumentos de política fiscal y monetaria que afecta los resultados macroeconómicos como el crecimiento del PIB, el consumo privado, la inversión, el gasto público, la inflación y el tipo de cambio real.

Sin embargo, ¿qué tipo de shocks ha enfrentado la economía en los últimos años? la respuesta posee varias implicaciones teóricas y prácticas para la definición del régimen cambiario. Si en los shocks hay un predominio sobre los sectores reales, y el objetivo es la estabilidad de la producción, la respuesta óptima es la flotación del tipo de cambio. Al contrario, si los shocks que predominan son del tipo nominal, e igualmente el objetivo es la estabilidad de la producción la respuesta óptima es el tipo de cambio fijo. Sin embargo, siempre hay un grado de incertidumbre en la identificación de los shocks. En estos casos, lo recomendable es una respuesta de política que refleje una combinación de ambos regímenes cambiarios, y una respuesta aceptable es el deslizamiento cambiario o bien las bandas cambiarias. En este contexto, dentro de este recuadro se presenta una metodología que permite identificar los shocks percibidos dentro de una economía, en dos grandes apartados: shocks monetarios – demanda y oferta de dinero - y reales – en el tipo de cambio real-.

La metodología aquí desarrollada se basa en un índice de presión cambiaria de Gorton y Roper (1977) que utilizando un modelo monetario encuentran que la presión sobre el tipo de cambio, puede ser medida como los movimientos en las reservas, el tipo de cambio y las tasas de interés. Lo anterior, se debe a que precisamente dentro de un régimen cambiario administrado, la presión sobre el valor de la moneda nacional surge cuando existe un diferencial entre el crecimiento de la oferta doméstica de dinero y la demanda, lo que se refleja tanto en un movimiento del tipo

de cambio como del nivel de reservas internacionales. Una forma de ver esto es a través de un modelo monetario sencillo, donde la demanda de saldos monetarios es igual:

$$m_t = \frac{\Delta M_t}{M_{t-1}} - \pi_t$$

donde M_t es la oferta de base monetaria en el tiempo t , π es la tasa de inflación (% P_t). A su vez, la inflación nacional se relaciona con la inflación mundial a través del movimiento del tipo de cambio nominal:

$$e_t = \pi_t - \pi_t^* + z_t$$

donde z_t es la desviación de la paridad de compra. Por el lado de la oferta, los movimientos de la base monetaria son iguales a los movimientos de las reservas internacionales R (ajustadas por pasivos de corto plazo) y, los movimientos en el crédito interno neto D ; es decir:

$$\frac{\Delta M_t}{M_{t-1}} = \left(\frac{\Delta R_t + \Delta D_t}{M_{t-1}} \right) = r_t + \delta_t$$

Reacomodando términos, tenemos que:

$$PC_t \equiv e_t - r_t \equiv \delta_t - m_t + \lambda_t$$

donde $\lambda_t = z_t - \pi_t^*$ es un residual que incorpora los movimientos en el tipo de cambio real. De esta forma, se puede decir que la presión ejercida sobre un tipo de cambio provienen de tres elementos o shocks: de demanda de dinero, de oferta monetaria y de los sectores reales. La ecuación anterior plantea que la presión cambiaria se incrementa cuando disminuye la demanda de dinero, cuando se incrementa el componente interno de la base monetaria (los activos internos netos) y, cuando el tipo de cambio real se aprecia y/o la inflación extranjera disminuye.

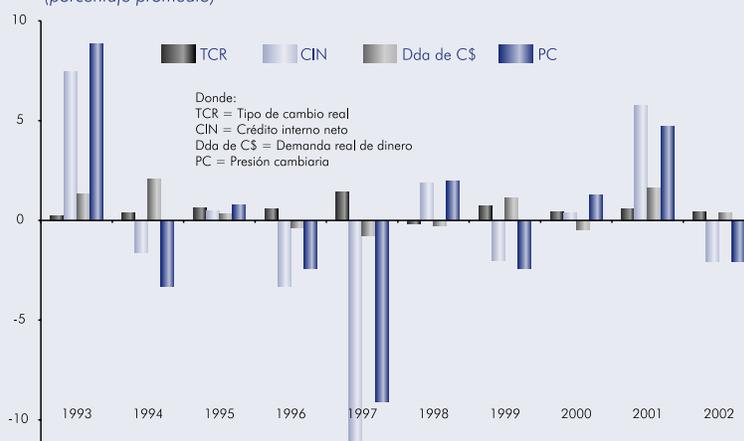
En este contexto ¿qué tipo de shocks han predominado en la economía nacional? o mejor aún ¿los movimientos en la presión cambiaria son principalmente motivados por cambios en la demanda de dinero, en la oferta de dinero o en los sectores reales? Una forma de responder a esta pregunta es analizando la volatilidad de los componentes de la presión cambiaria. La varianza de la presión cambiaria se puede expresar de la siguiente forma:

$$Var(PC) = Var(\delta) + Var(m) + Var(\lambda) - 2Cov(\delta, m) + 2Cov(\delta, \lambda) + 2Cov(m, \lambda)$$

En la tabla III-6, se muestra la media y la varianza de los componentes del índice de presión cambiaria. Como se observa los shocks sobre el tipo de cambio han estado asociados a shocks monetarios más que a shocks en los sectores reales. En la gráfica III-12, así como en la tabla anterior, se aprecia que desde la implementación del actual régimen cambiario, han sido los shocks de oferta monetaria los causantes del incremento de la presión sobre el tipo de cambio.

En un estudio, no publicado, acerca de la presión cambiaria y la política monetaria, se identificó que desde la implementación del actual régimen cambiario han existido dos períodos en los cuales se ha presentado una

Gráfico III-12
Componentes de la presión cambiaria
(porcentaje promedio)



Fuente: BCN

Tabla III-7
Media y varianza de los componentes del índice de presión especulativa
(porcentaje)

Años	TCR		Crédito interno neto		Demanda real de dinero		Índice de presión	
	Media	Varianza	Media	Varianza	Media	Varianza	Media	Varianza
1993	0.22	0.06	7.47	1.35	1.32	0.51	8.85	2.96
1994	0.36	0.03	(1.61)	3.18	2.05	0.40	(3.29)	3.94
1995	0.62	0.03	0.49	1.97	0.32	0.68	0.78	2.72
1996	0.56	0.01	(3.33)	1.79	(0.37)	0.36	(2.39)	2.97
1997	1.40	0.01	(11.27)	6.29	(0.76)	0.92	(9.11)	5.28
1998	(0.17)	0.03	1.85	1.33	(0.29)	0.29	1.97	1.95
1999	0.75	0.01	(2.03)	2.03	1.11	0.53	(2.39)	2.01
2000	0.42	0.01	0.38	5.81	(0.46)	0.79	1.26	4.65
2001	0.58	0.01	5.78	2.18	1.63	0.57	4.73	3.18
2002	0.42	0.00	(2.08)	1.57	0.39	0.21	(2.06)	1.45

Varianza relativa de los componentes del índice de presión cambiaria
(varianza del componente/varianza del índice)*100

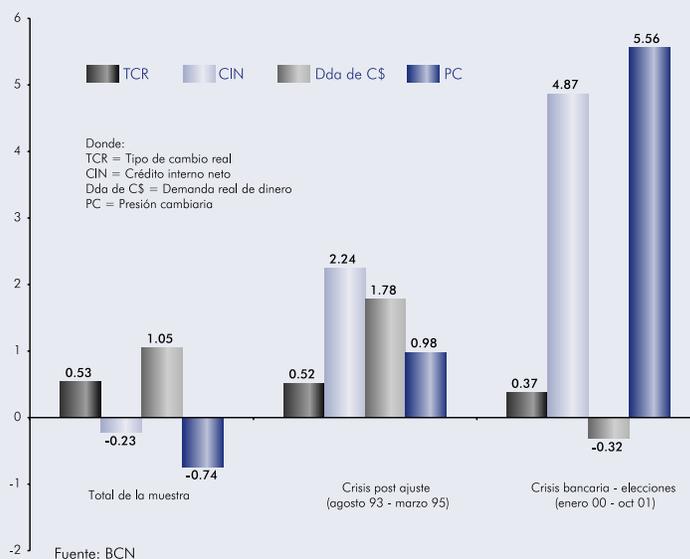
Años	TCR	Crédito interno neto	Demanda real de dinero	Correlación con el índice		
				TCR	CIN	Dda de C\$
1993	2.09	45.75	17.27			
1994	0.70	80.85	10.11			
1995	0.93	72.40	24.96	(0.17)	0.91	(0.34)
1996	0.27	60.22	12.08			
1997	0.21	118.99	17.37			
1998	1.53	68.03	14.67			
1999	0.53	100.87	26.52			
2000	0.25	124.93	16.90			
2001	0.42	68.46	17.81			
2002	0.14	108.64	14.16			

Nota: Estimaciones propias del BCN
TCR = Tipo de cambio real
CIN = Crédito interno neto
Dda de C\$ = Demanda real de dinero
PC = Presión cambiaria

presión considerable sobre el régimen cambiario, éstos son: de agosto de 1993 a marzo de 1995 y, el segundo de enero de 2000 a octubre del 2001. En la gráfica III-13, se observa que si bien la naturaleza de estas crisis ha sido similar, sus magnitudes han sido muy distintas debido al comportamiento de la demanda de dinero; así, durante la crisis de 1993-1995 el incremento de la demanda de dinero ayudó a disminuir la presión sobre el tipo de cambio, mientras que en la última crisis ésta la exacerbó.

A manera de conclusión, se puede mencionar que si bien se ha encontrado evidencia que apoya la hipótesis que han sido los shocks monetarios los que han prevalecido en la economía en los últimos años, también se debe mencionar que existe un grado de incertidumbre con referencia al impacto que tiene el sector real sobre el mercado monetario; por lo que la respuesta de política (adopción de un régimen cambiario intermedio) ha sido adecuada para enfrentar los diferenciales de inflación interna y externa. Sin embargo, resulta claro que dado la amplia dolarización presente en la economía, la eficiencia del instrumento para enfrentar shocks podría estarse agotando, lo que implica que se requieran realizar mayores estudios acerca de cuál es la verdadera capacidad que tienen las autoridades monetarias para minimizar el impacto de los diversos shocks sobre los resultados macroeconómicos del país.

Grafico III-13
Componentes de la presión cambiaria en episodios de crisis
(porcentaje promedio)



Cuadro AE-III-1Panorama monetario del sistema financiero
(millones de córdobas)

Conceptos	A diciembre			Flujos monetarios		
	2001	2002	2003 p/	2001	2002	2003 p/
Tipo de cambio	13.1	14.7	15.6	13.4	14.3	15.1
Reservas internacionales netas	3,276.5	4,809.9	5,448.8	(1,225.9)	1,480.8	626.2
Activos internacionales	6,498.7	7,868.0	9,365.6	(1,226.5)	955.5	995.5
Posición neta con el FMI	(2,178.1)	(2,549.6)	(3,316.2)	67.0	(57.2)	(309.6)
Pasivos externos de corto plazo	(1,044.1)	(508.5)	(600.6)	(66.4)	582.5	(59.7)
Activos internos netos	17,356.1	18,141.3	20,459.7	2,209.0	(200.9)	1,152.9
Crédito interno neto	42,210.8	46,085.0	46,674.9	36.7	(677.5)	311.6
Sector público no financiero	33,679.9	32,832.6	32,102.7	1,897.6	(1,503.7)	(1,916.6)
Gobierno central neto	35,044.6	34,490.2	34,786.4	1,997.1	(1,056.4)	(1,010.0)
Resto del sector público, neto	(1,364.7)	(1,657.6)	(2,683.7)	(99.5)	(447.3)	(906.6)
Otras instituciones	(1,008.6)	2,263.0	578.8	(28.3)	(29.2)	(48.4)
Crédito al sector privado	9,539.5	10,989.4	13,993.4	(1,832.6)	855.4	2,276.5
Colocación neta de títulos	(2,453.9)	(2,612.6)	(1,029.4)	823.0	736.6	1,020.8
CENI	(2,453.9)	(2,612.6)	(1,029.4)	823.0	736.6	1,020.8
BOMEX	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
TEL	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Obligaciones con el exterior	(27,431.8)	(29,961.0)	(32,161.1)	(56.0)	(299.0)	350.5
Revaluaciones monetarias netas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pérdidas (+) ganancias (-) operacionales	0.0	0.0	0.0	679.7	1,114.7	1,005.6
Otros activos y pasivos netos	5,031.0	4,629.9	6,975.3	725.6	(1,075.7)	(1,535.6)
Pasivos sector privado	20,632.6	22,951.2	25,908.5	983.1	1,279.9	1,779.2
Moneda nacional	6,854.5	6,943.6	8,293.2	243.7	(87.5)	1,150.7
Medio circulante	3,913.4	3,821.7	4,586.5	586.8	(91.7)	764.8
Moneda en circulación	1,949.4	2,085.8	2,506.6	195.2	136.4	420.8
Depósitos vista	1,964.0	1,735.9	2,079.9	391.6	(228.1)	344.0
Cuasi-dinero	2,941.1	3,121.9	3,706.7	(343.1)	4.2	385.9
Depósitos de ahorro	1,826.8	1,979.9	2,401.5	315.7	42.4	294.0
Depósitos a plazo	1,114.3	1,142.0	1,305.2	(658.7)	(38.2)	91.9
Moneda extranjera	13,778.1	16,007.6	17,615.3	739.4	1,367.4	628.4

p/: Preliminar

Fuente: Gerencia de Estudios Económicos, BCN

Cuadro AE-III-2Panorama monetario del Banco Central de Nicaragua
(millones de córdobas)

Conceptos	A diciembre			Flujos monetarios		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Tipo de cambio	13.8	14.7	15.6	13.4	14.3	15.1
Reservas internacionales netas	3,086.7	4,031.4	4,490.2	(1,447.2)	918.1	496.8
Activos internacionales	5,298.7	6,663.2	7,840.8	(1,526.3)	1,021.0	755.0
Posición neta con el FMI	(2,178.1)	(2,549.6)	(3,316.2)	67.0	(57.2)	(309.6)
Pasivos externos de corto plazo	(33.9)	(82.2)	(34.4)	12.1	(45.8)	51.3
Activos internos netos	279.6	(408.2)	8.2	2,087.1	(661.2)	378.5
Sector público no financiero.	35,913.9	35,700.2	35,381.1	2,836.8	(1,329.5)	(1,681.4)
Gobierno central neto	36,298.9	35,838.5	36,191.1	2,723.1	(1,398.9)	(1,030.4)
Crédito directo	(585.3)	(1,023.1)	(1,222.0)	1,469.1	(417.9)	(174.0)
Bonos	1,411.4	1,372.1	1,143.4	1,254.0	(120.8)	(302.0)
Títulos especiales de inversión	0.0	(1,085.3)	(1,697.8)	0.0	(860.2)	(552.8)
Bonos saneamiento bancos estatales	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Bonos saneamiento Banco Central	29,293.0	28,937.7	31,939.7	0.0	0.0	0.0
Línea de asistencia al BANADES	339.9	360.3	385.1	0.0	0.0	0.0
Línea de asistencia al BANCO POPULAR	148.4	167.1	172.1	0.0	0.0	(1.6)
Emisión CENI bancos privados	4,905.6	6,280.0	4,433.2	0.0	0.0	0.0
Otros (Bonos de Indemnización)	785.9	829.7	1,037.4	0.0	0.0	0.0
Resto del sector público neto	(385.0)	(138.3)	(810.0)	113.7	69.4	(651.0)
Resto sector público neto	0.0	0.0	0.0	18.1	0.0	0.0
TEI	(385.0)	(138.3)	(810.0)	95.6	69.4	(651.0)
Otras instituciones	(1,008.6)	2,263.0	578.8	(28.3)	(29.2)	(48.4)
Crédito al sector bancario	1,731.7	1,171.0	1,169.5	(392.3)	(532.4)	(350.5)
Bancos estatales	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Bancos privados	1,728.3	1,168.8	1,168.6	(389.9)	(531.0)	(349.0)
BOFOS	3.4	2.2	0.9	(2.4)	(1.4)	(1.5)
FOGADE	(80.4)	(283.1)	(497.3)	(73.0)	(183.7)	(191.2)
Crédito a la FNI neto	0.1	(0.6)	(0.8)	(26.9)	0.0	0.0
Colocación neta de títulos	(9,051.8)	(9,927.6)	(8,056.6)	(276.0)	406.8	1,718.5
CENI	(8,203.7)	(9,056.8)	(8,056.6)	(78.7)	395.7	830.2
BOMEX	(296.5)	(153.0)	0.0	342.0	148.3	155.5
TEL	(551.6)	(717.8)	0.0	(539.3)	(137.2)	732.8
Depósitos bancarios en moneda extranjera (US\$ millones)	(2,703.8)	(3,099.5)	(3,511.9)	(844.0)	(227.4)	(220.5)
Depósitos bancarios en moneda extranjera (US\$ millones)	(195.3)	(211.3)	(225.8)	(63.0)	(15.9)	(14.6)
Obligaciones con el exterior	(26,745.8)	(28,780.8)	(31,027.0)	174.2	142.6	237.0
Capital y reserva	(293.8)	(293.8)	(293.8)	0.0	0.0	0.0
Pérdidas (+) ganancias (-) operacionales	0.0	0.0	0.0	679.7	1,114.7	1,005.6
Otros activos y pasivos netos	2,518.1	2,843.0	6,266.2	36.9	(23.1)	(90.7)
Base monetaria	3,366.3	3,623.2	4,498.4	639.9	256.9	875.2
Emisión	2,109.7	2,292.7	2,761.8	212.8	183.0	469.1
Caja	160.3	206.9	255.2	17.6	46.6	48.3
Numerario	1,949.4	2,085.8	2,506.6	195.2	136.4	420.8
Depósitos del sistema bancario en el BCN	1,256.6	1,330.5	1,736.6	427.1	73.9	406.1

Fuente: Gerencia de Estudios Económicos, BCN

Cuadro AE-III-3Panorama monetario del sistema bancario
(millones de córdobas)

Conceptos	A diciembre			Flujos monetarios		
	2001	2002	2003 p/	2001	2002	2003 p/
Tipo de cambio	13.8	14.7	15.6	13.4	14.3	15.1
Reservas internacionales netas	484.8	826.8	1,090.1	385.0	305.0	207.5
Activos internacionales	1,200.0	1,204.8	1,524.8	299.7	(65.5)	240.5
Pasivos externos de corto plazo	(715.2)	(378.0)	(434.7)	85.3	370.5	(33.0)
Activos internos netos	18,198.4	20,038.6	22,311.8	402.9	838.5	1,150.9
Crédito interno	7,618.3	8,449.6	10,996.4	(2,699.2)	677.6	1,980.6
Sector público no financiero	(1,921.2)	(2,539.8)	(2,997.0)	(866.6)	(177.8)	(296.0)
Gobierno central neto	(941.5)	(1,020.5)	(1,123.3)	(653.4)	338.9	(40.4)
Resto del sector público neto a/	(979.7)	(1,519.3)	(1,873.7)	(213.2)	(516.7)	(255.6)
Otras instituciones	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Crédito al sector privado b/	9,539.5	10,989.4	13,993.4	(1,832.6)	855.4	2,276.5
Encaje	4,120.7	4,636.9	5,503.7	1,288.7	347.9	674.9
Moneda	160.3	206.9	255.2	17.6	46.6	48.3
Depósitos en moneda nacional	1,256.6	1,330.5	1,736.6	427.1	73.9	406.1
Depósitos en moneda extranjera	2,703.8	3,099.5	3,511.9	844.0	227.4	220.5
Pasivos FNI	(1,266.6)	(1,026.7)	(1,155.6)	(191.8)	307.9	(61.8)
Pasivos BCN	(1,728.3)	(1,168.8)	(1,168.6)	389.9	531.0	681.0
BOFOS	(12.0)	(4.6)	(4.6)	2.4	1.4	1.5
FOGADE	80.4	283.1	497.3	73.0	183.7	191.2
Colocación neta de títulos	6,589.0	7,315.0	7,027.2	1,090.1	338.7	(697.7)
CENI	5,740.9	6,444.2	7,027.2	892.8	349.8	190.6
BOMEX	296.5	153.0	0.0	(342.0)	(148.3)	(155.5)
TEL	551.6	717.8	0.0	539.3	137.2	(732.8)
Pasivos externos mediano y largo plazo	(686.0)	(1,180.2)	(1,134.1)	(230.2)	(441.6)	113.5
Otros activos netos	3,482.9	2,734.3	1,750.1	679.9	(1,108.0)	(1,732.3)
Pasivos sector privado	18,683.2	20,865.4	23,401.9	787.9	1,143.5	1,358.4
Depósitos en moneda nacional	4,905.1	4,857.8	5,786.6	48.5	(223.9)	729.9
Vista	1,964.0	1,735.9	2,079.9	391.6	(228.1)	344.0
Cuasi-dinero	2,941.1	3,121.9	3,706.7	(343.1)	4.2	385.9
Ahorro	1,826.8	1,979.9	2,401.5	315.7	42.4	294.0
Plazo	1,114.3	1,142.0	1,305.2	(658.7)	(38.2)	91.9
Depósitos en moneda extranjera	13,778.1	16,007.6	17,615.3	739.4	1,367.4	628.4

p/: Preliminar

a/: No incluye TELCOR y FONIF

b/: Para el año 2001, 2002 y 2003 no incluye el crédito incorporado en las juntas liquidadoras.

Fuente: Gerencia de Estudios Económicos, BCN

Cuadro AE-III-4

Panorama monetario de la FNI
(millones de córdobas)

Conceptos	A diciembre			Flujos monetarios		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Tipo de cambio	13.8	14.7	15.6	13.4	14.3	15.1
Reservas internacionales netas	(295.0)	(48.3)	(131.5)	(163.7)	257.7	(78.0)
Activos internacionales	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pasivos externos de corto plazo	(295.0)	(48.3)	(131.5)	(163.7)	257.7	(78.0)
Activos internos netos	295.0	48.3	131.5	163.7	(257.7)	78.0
Crédito interno	(312.8)	(327.8)	(281.4)	(72.7)	3.6	60.8
Sector público no financiero	(312.8)	(327.8)	(281.4)	(72.7)	3.6	60.8
Gobierno central neto	(312.8)	(327.8)	(281.4)	(72.7)	3.6	60.8
Resto del sector público neto	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Crédito al sector privado	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Crédito bancos comerciales	1,266.6	1,026.7	1,155.6	191.8	(307.9)	61.8
Pasivo BCN	(0.1)	0.6	0.8	26.9	0.0	0.0
CENI	8.9	0.0	0.0	8.9	(8.9)	0.0
Pasivos externos mediano y largo plazo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital y reservas	(734.2)	(816.6)	(894.1)	0.0	0.0	0.0
Otros activos netos	66.6	165.4	150.6	8.7	55.4	(44.6)

Fuente: Gerencia de Estudios Económicos, BCN

Cuadro AE-III-5
Resultado cuasifiscal
(flujos en millones de córdobas)

Conceptos	2001	2002	2003
I. Ingresos financieros	402.5	546.2	1,042.6
Intereses recibidos del exterior	157.2	81.9	70.3
Intereses recibidos por préstamos	85.5	45.2	0.3
Intereses por bonos del tesoro	142.2	113.6	69.1
Ingreso CLC neto	17.6	6.7	14.4
Recup. gastos financ. CENI bancarios	0.0	298.7	888.5
II. Egresos financieros	855.0	1,396.9	1,823.2
Intereses por deuda externa	180.9	229.8	217.5
Certificado negociable de inversión	473.1	638.3	502.1
CENI por cierre de bancos	0.0	297.3	882.2
Pagos FMI, cargos netos	12.8	11.9	7.1
Intereses por depósito en moneda extranjera	53.8	18.6	1.9
Título especiales de inversión (TEI)	62.2	105.2	156.8
Título especiales de liquidez (TEL)	21.2	61.2	20.2
Otros egresos	51.0	34.7	35.3
III. Utilidad o pérdida financiera	(452.5)	(850.8)	(780.6)
IV. Ingresos operacionales	74.8	40.0	58.6
V. Egresos operacionales	302.0	303.9	283.7
VI. Utilidad o pérdida operacional	(227.2)	(263.9)	(225.1)
VII. Utilidad o pérdida del período	(679.7)	(1,114.7)	(1,005.6)

Fuente: Gerencia de Contabilidad, BCN

Cuadro AE-III-6

Crédito del Banco Central de Nicaragua al gobierno central
(flujos en millones de córdobas)

Período	Financiamiento deuda externa a/ (1)	Moneda nacional (2)	Moneda extranjera b/ (3)	Total (4)=(2+3)	Línea de asistencia BANADES (5)	Línea de asistencia Banco Popular (6)	Títulos especial de inversión (TEI) (7)	Crédito neto c/ (8)=(1+4+5+6+7)
Acumulado 2001	1,254.1	29.8	1,439.1	1,469.0	0.0	0.0	0.0	2,723.1
Acumulado 2002	(120.8)	(446.8)	28.9	(417.9)	0.0	0.0	(860.2)	(1,398.9)
Acumulado 2003	(302.0)	(21.8)	(152.2)	(174.0)	0.0	(1.6)	(552.8)	(1,030.4)
Enero	0.0	26.8	68.5	95.3	0.0	0.0	(15.8)	79.5
Febrero	0.0	(48.7)	(28.9)	(77.5)	0.0	0.0	(66.0)	(143.5)
Marzo	0.0	45.1	(175.5)	(130.4)	0.0	0.0	(110.2)	(240.6)
Abril	0.0	77.2	2.3	79.5	0.0	0.0	(79.0)	0.5
Mayo	0.0	(6.4)	(374.3)	(380.7)	0.0	0.0	(113.2)	(493.9)
Junio	0.0	53.3	(125.7)	(72.4)	0.0	0.0	(87.2)	(159.6)
Julio	0.0	(109.4)	256.3	146.9	0.0	0.0	(58.0)	88.9
Agosto	0.0	54.3	11.1	65.4	0.0	0.0	(85.0)	(19.6)
Septiembre	0.0	(639.7)	129.5	(510.2)	0.0	(1.6)	6.4	(505.4)
Octubre	0.0	334.6	112.5	447.1	0.0	0.0	(525.8)	(78.7)
Noviembre	0.0	261.7	(35.4)	226.3	0.0	0.0	220.5	446.8
Diciembre	(302.0)	(70.7)	7.5	(63.2)	0.0	0.0	360.5	(4.7)

Se utiliza tipo de cambio promedio del programa monetario para cada uno de los años analizados.

a/: Corresponde a bonos del tesoro emitidos por el gobierno para el servicio de deuda externa y liquidez.

b/: Incluye fondo por contravalor de donaciones externas.

c/: Signo negativo significa traslado neto de recursos del gobierno al BCN.

Fuente: Gerencia de Estudios Económicos, BCN

Cuadro AE-III-7

CENI del Banco Central de Nicaragua a/
(flujos en millones de córdobas)

Conceptos	Colocaciones valor precio	Redenciones valor precio	Coloc. netas	Saldo de CENI valor facial a/ b/c/
Acumulado 2001	2,049.2	1,915.0	134.2	7,722.7
Acumulado 2002	2,178.1	2,011.0	167.1	8,295.6
Acumulado 2003	1,706.9	1,758.0	(51.1)	7,214.9
Enero	363.3	199.3	164.0	8,818.9
Febrero	245.3	238.7	6.6	8,919.1
Marzo	200.4	42.9	157.5	8,989.4
Abril	56.5	46.9	9.6	8,990.8
Mayo	51.4	116.9	(65.5)	8,911.2
Junio	47.9	364.0	(316.1)	8,548.6
Julio	70.3	102.0	(31.7)	8,790.6
Agosto	0.0	27.9	(27.9)	8,759.6
Septiembre	5.1	45.4	(40.3)	8,468.9
Octubre	51.7	61.8	(10.1)	8,397.8
Noviembre	518.0	99.6	418.4	7,504.5
Diciembre	96.9	412.6	(315.7)	7,214.9

a/: No incluye mantenimiento de valor devengado

b/: A partir del 12 de octubre del 2001 se incorporan en los saldos los CENI por cierre de bancos.

c/: A partir de septiembre se incorporan las letras estandarizada tanto en flujo como en saldo.

Fuente: Gerencia Financiera, BCN

Cuadro AE-III-8

SalDOS de crédito del sistema bancario

(millones de córdobas)

Conceptos	Dic 01 a/	Dic 02	Dic 03 a/ p/	Variación %	
				02/01	03/02
Comercial	2,383.9	2,910.6	3,641.4	22.1	25.1
Corto plazo	1,028.8	1,094.3	1,428.8	6.4	30.6
Largo plazo	1,208.2	1,593.0	1,857.5	31.9	16.6
Prorrog/reestruct.	74.3	142.1	281.5	91.4	98.0
Vencidos/judicial	72.7	81.2	73.7	11.8	(9.3)
Agrícola	1,585.3	1,935.9	2,179.0	22.1	12.6
Corto plazo	442.5	422.4	502.0	(4.6)	18.9
Largo plazo	744.1	774.4	714.3	4.1	(7.8)
Prorrog/reestruct.	361.4	690.2	902.1	91.0	30.7
Vencidos/judicial	37.3	48.9	60.7	31.1	24.2
Ganadero	203.7	240.8	290.3	18.2	20.5
Corto plazo	104.2	150.4	175.3	44.4	16.6
Largo plazo	75.4	77.2	87.8	2.4	13.6
Prorrog/reestruct.	9.9	7.8	19.7	(20.9)	152.4
Vencidos/judicial	14.3	5.4	7.4	(62.4)	37.9
Industrial	1,142.5	1,257.8	1,704.6	10.1	35.5
Corto plazo	437.7	449.1	615.4	2.6	37.1
Largo plazo	631.5	662.7	888.6	4.9	34.1
Prorrog/reestruct.	55.1	124.4	174.9	125.7	40.6
Vencidos/judicial	18.2	21.7	25.7	19.0	18.6
Vivienda	805.3	1,017.0	1,497.7	26.3	47.3
Corto plazo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Largo plazo	792.9	985.1	1,462.7	24.2	48.5
Prorrog/reestruct.	5.4	3.4	11.2	(37.3)	233.3
Vencidos/judicial	7.1	28.6	23.8	303.2	(16.7)
Otros	3,490.2	3,693.8	5,103.2	5.8	38.2
Corto plazo	1,849.9	2,067.2	2,861.3	11.7	38.4
Largo plazo	1,383.1	1,386.5	1,997.1	0.2	44.0
Prorrog/reestruct.	84.4	53.9	50.1	(36.1)	(7.0)
Vencidos/judicial	172.8	186.2	194.7	7.8	4.6
Total crédito	9,610.8	11,056.0	14,416.2	15.0	30.4
Corto plazo	3,863.0	4,183.3	5,582.9	8.3	33.5
Largo plazo	4,835.1	5,479.0	7,008.0	13.3	27.9
Prorrog/reestruct.	590.4	1,021.8	1,439.5	73.1	40.9
Vencidos/judicial	322.3	371.8	385.9	15.4	3.8

a/: Para el año 2001, 2002 y 2003 no incluye el crédito incorporados en la juntas liquidadoras

p/: Preliminar

Fuente : Gerencia de Estudios Económicos, BCN

Cuadro AE-III-9

Sistema bancario: Situación de encaje legal promedio mensual
(depósitos en moneda nacional)
(millones de córdobas)

Conceptos	2003 p/											
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sept	Oct	Nov	Dic
Promedio de depósitos sujetos a encaje	6,682.4	6,783.6	6,925.2	7,086.5	7,324.3	7,370.5	7,605.0	7,686.5	7,772.4	7,823.8	7,966.5	8,336.9
Encaje requerido	1,286.4	1,305.8	1,333.1	1,364.1	1,409.9	1,418.8	1,425.9	1,402.8	1,379.6	1,349.6	1,334.4	1,354.8
Encaje remunerado	200.6	203.6	207.5	212.6	219.7	219.4	190.1	153.8	116.6	78.3	39.9	0.0
Encaje no remunerado	1,238.1	1,160.0	1,072.6	1,323.8	1,297.8	1,612.9	1,522.3	1,459.9	1,389.4	1,213.0	1,244.6	1,736.6
Diferencia ^{1/}	152.3	57.8	(53.0)	172.3	107.6	413.5	286.5	210.9	126.4	(58.3)	(49.9)	381.8
Tasa requerida	19.3	19.2	19.2	19.2	19.2	19.2	18.7	18.3	17.7	17.2	16.8	16.3
Tasa efectiva	21.5	20.1	18.5	21.7	20.7	24.9	22.5	21.0	19.4	16.5	16.1	20.8

p/ : Preliminar

1/: (Encaje remun+Encaje no remun. - Encaje requerido)

Fuente : Gerencia Financiera, BCN

Cuadro AE-III-10

Sistema bancario: Situación de encaje legal promedio mensual
(depósitos en moneda extranjera)
(millones de dólares)

Conceptos	2003 p/											
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sept	Oct	Nov	Dic
Promedio de depósitos sujetos a encaje	1,180.7	1,191.7	1,206.6	1,223.1	1,213.0	1,218.7	1,220.3	1,227.9	1,206.8	1,206.6	1,188.2	1,205.2
Encaje requerido	227.3	229.4	232.2	235.5	233.5	234.6	228.8	224.1	214.2	208.1	199.0	195.8
Encaje remunerado	35.4	35.8	36.2	36.7	36.4	36.5	30.5	24.6	18.1	12.1	5.9	0.0
Encaje no remunerado	205.3	198.1	206.3	205.5	201.0	206.2	209.1	212.7	201.4	196.5	198.7	225.8
Diferencia ^{1/}	13.4	4.5	10.3	6.7	3.9	8.1	10.8	13.2	5.3	0.5	5.6	30.0
Tasa requerida	19.3	19.2	19.2	19.3	19.2	19.3	18.7	18.3	17.7	17.2	16.7	16.2
Tasa efectiva	20.4	19.6	20.1	19.8	19.6	19.9	19.6	19.3	18.2	17.3	17.2	18.7

p/ : Preliminar

1/: (Encaje remun+Encaje no remun. - Encaje requerido)

Fuente : Gerencia Financiera, BCN

Cuadro AE-III-11

Tasas de interés del sistema bancario a/
(operaciones pasivas)

Conceptos	Dic 01	Dic 02	Mar 03	Jun 03	Sept 03	Dic 03
Moneda nacional						
Ahorro en libreta	8.07	5.02	4.83	4.48	3.43	3.50
Dep. a plazo 1 mes	10.50	7.26	6.56	5.80	4.57	4.50
Dep. a plazo 3 meses	11.78	7.58	7.83	7.10	5.86	5.78
Dep. a plazo 6 meses	11.38	7.56	8.41	7.96	6.22	6.49
Dep. a plazo 9 meses	12.50	10.39	8.65	7.60	8.41	5.95
Dep. a plazo 1 año	13.32	9.91	10.15	8.44	9.13	7.14
Dep. a plazo + de 1 año	13.56	10.16	9.73	9.48	8.90	7.80
Moneda extranjera						
Ahorro en libreta	5.43	3.47	3.24	3.27	3.09	2.82
Dep. a plazo 1 mes	8.82	6.05	5.55	5.54	4.54	3.85
Dep. a plazo 3 meses	8.63	6.17	6.24	7.22	4.17	4.62
Dep. a plazo 6 meses	9.86	6.30	6.65	6.49	5.84	5.13
Dep. a plazo 9 meses	9.96	7.66	7.41	6.33	5.13	5.47
Dep. a plazo 1 año	10.68	8.44	7.61	7.32	7.82	6.54
Dep. a plazo + de 1 año	10.48	8.41	8.05	6.93	6.87	7.05

a/ : Promedio ponderado

Fuente : Gerencia Financiera, BCN

Cuadro AE-III-12

Tasas de interés del sistema bancario a/
(operaciones activas)

Conceptos	Dic 01	Dic 02	Mar 03	Jun 03	Sept 03	Dic 03
Moneda nacional						
Corto plazo	20.44	15.69	17.74	15.80	14.72	14.35
Largo plazo	19.86	14.57	24.66	22.02	23.73	20.84
Moneda extranjera						
Corto plazo	16.47	11.86	11.71	12.23	12.07	11.37
Largo plazo	17.20	12.61	11.83	11.00	11.57	10.90

a/ : Promedio ponderado

Fuente : Gerencia Financiera, BCN

