

INFORME FINAL

TALLER NACIONAL DE ESTRATEGIA
DE FINANCIAMIENTO SOSTENIBLE
(EFIS)

MANAGUA, NICARAGUA
16-20 de noviembre de 2015

CONTENIDO

PREFACIO	5
A. ANTECEDENTES	6
A.1 Contexto macroeconómico	6
A.1.1 Desarrollos recientes.....	6
A.1.2 Desarrollos en 2015	10
A.2 Marco legal y desarrollos recientes en la gestión de la deuda pública	13
A.2.1 Marco legal	13
A.2.2 Estrategia Nacional de Endeudamiento Público (ENDP).....	14
A.3. Evolución de la deuda pública y análisis de la cartera	15
A.3.1 Deuda externa.....	17
A.3.2 Deuda interna	19
A.3.3 Análisis de costo/riesgo del portafolio vigente de deuda pública.....	21
a) Riesgo de refinanciamiento	21
b) Riesgo de tasa de interés	22
c) Riesgo de tipo de cambio	22
B. SUPUESTOS DEL ANÁLISIS DE ESTRATEGIA Y SOSTENIBILIDAD DE DEUDA	23
B.1 Cobertura de las cifras fiscales y deuda pública.....	23
B.2 Supuestos macroeconómicos	23
B.3. Perspectivas de fuentes de financiamiento	33
C. ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD DE DEUDA	34
C.1 Consideraciones Metodológicas.....	34
C.2 Resultados del Análisis de Sostenibilidad de la deuda pública total	36
C.3 Resultados del Análisis de Sostenibilidad de la deuda pública externa	38
D. ANÁLISIS DE ESTRATEGIAS DE DEUDA DE MEDIANO PLAZO	41
D.1 Riesgos macroeconómicos	41
D.2 Estrategias analizadas	43
D.2.1 Estrategia 1: Políticas actuales	43

D.2.2 Estrategia 2: Financiamiento externo menos concesional.....	44
D.2.3 Estrategia 3: Desarrollo del mercado de deuda interna.....	45
D.3 Análisis de costo y riesgo.....	45
D.3.1 Riesgo de refinanciamiento.....	46
D.3.2 Riesgo de tasa de interés.....	46
D.3.3 Riesgo cambiario.....	47
D.3.4 Resultados del análisis de costo y riesgo.....	47
E. CONCLUSIONES Y POLÍTICAS PARA UNA ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO SOSTENIBLE.....	49
E.1 Principales conclusiones.....	49
E.2 Políticas y acciones necesarias para la implementación de la estrategia.....	50
ANEXO 1. Análisis de Sostenibilidad de Deuda.....	52
1. Antecedentes.....	53
2. Comportamiento reciente.....	53
3. Supuestos subyacentes en las proyecciones 2015-2035.....	56
4. Principales resultados del Análisis de Sostenibilidad de la Deuda Pública.....	58
4.1 Consideraciones Metodológicas.....	58
4.2 Deuda total del sector público consolidado.....	60
4.3 Deuda externa del sector público consolidado.....	61
5. Conclusiones.....	63
ANEXO 2. Estrategia de Deuda de Mediano Plazo.....	71
Resumen ejecutivo.....	72
1. Introducción.....	75
2. Marco legal y objetivo de la gestión de deuda.....	75
3. Estrategia Nacional de Endeudamiento Público (ENDP).....	77
4. Cartera de deuda existente y análisis de costo y riesgo.....	77
4.1. Comportamiento reciente de la cartera de deuda.....	77
4.1.1. Deuda Pública Externa.....	80
4.1.2. Deuda Pública Interna.....	82
4.2. Indicadores de costo y riesgo de la cartera vigente.....	83
4.2.1. Riesgo de refinanciamiento.....	84

4.2.2.	Riesgo de tasa de interés	84
4.2.3.	Riesgo de tipo de cambio.....	85
5.	Supuestos para la estrategia de deuda	85
5.1.	Proyecciones fiscales y macroeconómicas.....	85
5.2.	Riesgos macroeconómicos.....	88
5.3.	Análisis de posibles fuentes de financiamiento	90
6.	Estrategias analizadas	90
6.1.	Estrategia 1. Políticas actuales	91
6.2.	Estrategia 2. Deuda menos concesional	91
6.3.	Estrategia 3. Desarrollo de mercado interno	93
7.	Análisis de costo y riesgo de las nuevas estrategias	93
7.1.	Riesgo de refinanciamiento	94
7.2.	Riesgo de tasa de interés	94
7.3.	Riesgo de tipo de cambio.....	95
7.4.	Estrategia sugerida	95
8.	Lineamientos y políticas.....	96
8.1.	Lineamientos de la estrategia sugerida.....	96
8.2.	Políticas y acciones necesarias para la implementación de la estrategia	97
ANEXO 3.	Resumen de los Principales Pasos del MTDS y su Relación con el Informe.	98

PREFACIO

Como parte de las actividades de fortalecimiento de capacidades establecidas en el Plan Estratégico País acordado entre el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) y el Programa de Deuda Pública del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) implementado con el financiamiento de la Secretaría para la Cooperación y Desarrollo (SECO) de Suiza, se desarrolló el Taller Nacional de Estrategia de Financiamiento Sostenible (EFIS) en la ciudad de Managua, precedida por una misión de capacitación y recopilación de información. Participaron funcionarios del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), Banco Central de Nicaragua (BCN), Ministerio de Relaciones Exteriores (MINREX), Ministerio de Fomento Industria y Comercio (MIFIC) y Asamblea Nacional (AN).

El evento se desarrolló en tres etapas. Durante las dos primeras etapas, de manera previa al taller (9 al 13 de noviembre de 2015), se capacitó al equipo nacional en las herramientas analíticas para llevar a cabo las simulaciones: i) Herramienta Analítica de Estrategia de Deuda de Mediano Plazo (MTDS AT, por su siglas en inglés) y ii) Plantilla del Marco de Sostenibilidad de Deuda (DSF, por su siglas en inglés) y se procedió a la recopilación, actualización, análisis y preparación de las cifras requeridas para el Taller.

Durante la tercera etapa (16 al 20 de noviembre de 2015), se realizaron las simulaciones de los escenarios y análisis de sostenibilidad y estrategia de la deuda pública.

El presente documento es una síntesis de los resultados obtenidos en el Taller, y cuenta con los detalles y cálculos que sustentan sus resultados.

A. ANTECEDENTES

A.1 Contexto macroeconómico

Luego de la crisis financiera mundial de 2009, año en el que Nicaragua registró una caída del producto de 2.8%, el país ha logrado avances significativos que le permitieron alcanzar un crecimiento sostenido, consolidar la posición fiscal, mantener la inflación bajo control y moderar el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. Además, el gobierno logró reducir de forma sostenida los ratios de deuda pública. Estos logros obedecen principalmente a políticas prudentes en un contexto de crisis global y regional, caída de precios de productos básicos y desastres naturales.

En este sentido, se aprobó una reforma fiscal en diciembre de 2012 que se implementó a partir de 2013, se mantuvo un sistema cambiario sólido y se alcanzó destacables avances en el fortalecimiento del sector eléctrico que es fuente importante de vulnerabilidad fiscal y un impedimento para el crecimiento. La estrategia de mediano plazo del gobierno apunta a un crecimiento equitativo, estabilidad financiera y reducción de la pobreza. Para ello, tiene previstos grandes proyectos de inversión con fuerte potencial para impulsar el crecimiento y potenciar aún más la producción de electricidad reduciendo significativamente las importaciones de petróleo..

Las perspectivas de mayor inversión en los próximos años así como al acceso más amplio a fuentes de financiamiento, destacan la importancia del análisis de sostenibilidad de la deuda pública que deriven en políticas fiscales que serán cruciales para que los niveles, todavía moderados de este indicador, no sobrepasen los umbrales críticos; manteniéndose la dinámica que ha seguido la deuda pública en los últimos años. En esta sección se analiza brevemente el desempeño macroeconómico reciente 2010-2014 y, con más detalle, el comportamiento en lo transcurrido de 2015 como base para las proyecciones que se incorporan más adelante en el análisis de estrategia y sostenibilidad de deuda.

A.1.1 Desarrollos recientes

Después de la caída del PIB real en 2009 (2.8%), Nicaragua creció a un promedio anual de 4.8% en 2010-2014 (Cuadro 1). El crecimiento estuvo sustentado principalmente por la demanda interna que, en promedio para el periodo señalado, tuvo una incidencia de 6.0%, destacando la inversión bruta pública y privada, en particular el fuerte dinamismo de la inversión privada en 2010 y 2011 (30.3% de crecimiento promedio) y el crecimiento sostenido de la inversión pública entre 2011 y 2014 (10.7% de crecimiento promedio) lo que ha permitido alcanzar a fines de 2014 una tasa de inversión del 27.0% del PIB.

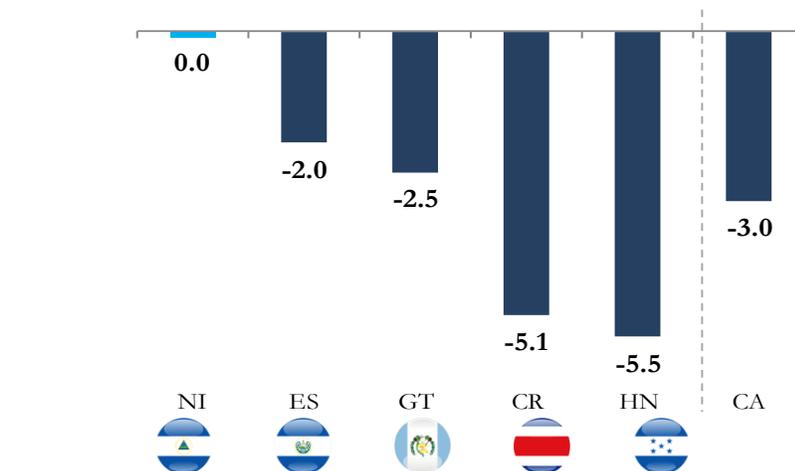
Los sectores de actividad económica que más aportaron al crecimiento en estos últimos cinco años son, en orden de importancia: comercio, hoteles y restaurantes; transporte y comunicaciones; e industrias manufactureras, tanto por el dinamismo que presentaron como por su importancia en el PIB.

La inflación se ha mantenido controlada con tendencia a la baja. Luego de alcanzar a dos dígitos en 2007 (16.9%) se redujo sostenidamente hasta 5.7% en 2013, con un leve repunte en 2014 (6.5%); mientras que la inflación subyacentes se mantuvo por debajo de la variación del IPC en los últimos dos años. En el marco del régimen de deslizamiento, se mantuvo la depreciación anual del 5.0% y la moneda nacional acumuló una depreciación de 27.6% en los últimos cinco años.

La política fiscal mantuvo un déficit moderado del sector público no financiero de 0.6% del PIB en promedio entre 2010 y 2014, lo que representó una mejora respecto a 2009 (1.1% del PIB); sin embargo, es de destacar el repunte, aunque moderado, que se ha observado en 2013 y 2014 (1.1% y 1.5% del PIB, respectivamente). No obstante, la deuda pública como porcentaje del PIB continuó con su tendencia decreciente por el mayor crecimiento nominal de PIB respecto al crecimiento de la deuda. De este modo, la deuda pública total se redujo desde 61.0% del PIB en 2010 a 49.1% al cierre de 2014, descenso considerable en un lapso de sólo 4 años.

Asimismo, el Gobierno Central presenta un déficit bajo que, en promedio en 2010-2014, estaría indicando prácticamente un equilibrio entre ingresos y gastos. Este resultado es el mejor en el contexto regional (Gráfico 1).

Gráfico N° 1: Balance del gobierno Central – Promedio 2010-2014
(En porcentaje del PIB)

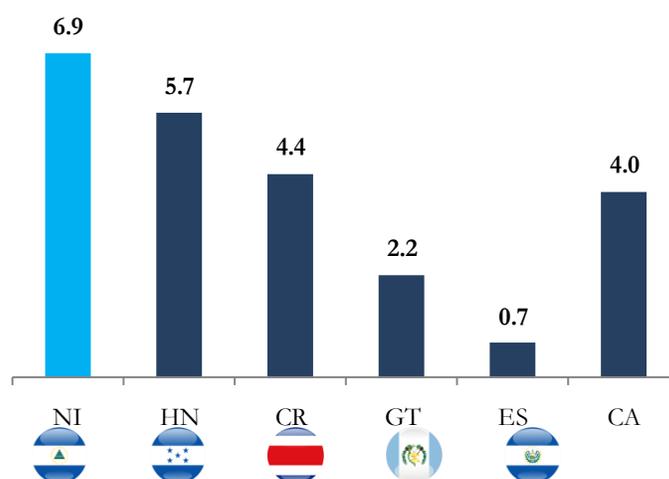


FUENTE: Banco Central de Nicaragua

La posición externa ha mostrado mejoras destacables, con un déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos que alcanzó 9.9% del PIB en promedio en 2010-2014, después de haber registrado un déficit de más del 17.0% del PIB en 2008. La mejora fue considerable en 2014 cuando el déficit alcanzó a sólo el 7.1% del PIB, ratio que

viene a ser el registro más bajo de los últimos diez años. Este resultado fue alcanzado tanto por una disminución del déficit en la balanza comercial como por un mayor superávit en la balanza de servicios. Las remesas de trabajadores continúan siendo una fuente importante de ingresos y alcanzan en promedio a 9.6% del PIB en el periodo 2010-2014. Es destacable también el elevado nivel de la inversión extranjera directa (IED) que, en porcentaje del PIB, registró el promedio más alto de la región en los últimos cinco años (Gráfico 2).

Gráfico N° 2: Inversión Extranjera Directa – Promedio 2010-2014
(En porcentaje del PIB)



FUENTE: Banco Central de Nicaragua

Por su parte, en el marco del Programa Monetario, las reservas internacionales se han fortalecido sostenidamente con un manejo adecuado de las operaciones monetarias y la prudencia de las finanzas públicas. La mejora en la cobertura de reservas internacionales brutas (RIB) a base monetaria y meses de importaciones es una estrategia adecuada dada la alta dolarización del sistema financiero y el régimen cambiario poco flexible. El crédito del sistema financiero y los depósitos mantuvieron un fuerte dinamismo, sin que ello haya implicado un deterioro de la solvencia del sistema.

Cuadro N° 1: Nicaragua - Principales Variables Económicas

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
	Porcentaje anual de cambio, salvo otra indicación						
Producción y precios							
PIB real	3,2	6,2	5,1	4,5	4,7	3,3	I Trim
Incidencia de la demanda interna (pp)	8,7	10,5	3,8	4,0	3,2	5,0	I Trim
Inflación	9,2	8,0	6,6	5,7	6,5	2,8	Sep
Inflación subyacente	5,2	8,9	7,4	5,1	5,6	6,6	Sep
Tipo de cambio fin de periodo (C\$/1USD)	21,9	23,0	24,1	25,3	26,6	27,6	Sep
Depreciación	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	3,7	Sep
Deflactor del PIB	6,1	10,3	7,1	4,2	9,1	5,8	I Trim
PIB (mill. C\$ corrientes)	186.683	218.763	246.306	268.261	306.461	329.360	PGR-16
PIB (mill \$us)	8.741	9.756	10.461	10.851	11.806	12.084	PGR-16
PIB per cápita (dólares)	1.476	1.627	1.723	1.769	1.905		
Habitantes (miles)	5.923	5.997	6.071	6.134	6.198		
	Porcentaje del PIB anual, salvo otra indicación						
Sector público no financiero							
Ingreso Total	22,7	23,5	24,0	24,3	24,4	17,7	ago-15
Gastos	21,6	21,4	22,0	22,3	22,7	15,5	ago-15
Resultado Operativo Neto	1,1	2,1	2,0	2,0	1,7	2,2	ago-15
Adquisición neta de activos NF	3,0	3,5	3,6	4,2	4,3	2,8	ago-15
Erogación total	24,7	24,9	25,6	26,5	27,0	18,3	ago-15
Superávit o déficit antes de donaciones	-2,0	-1,4	-1,6	-2,2	-2,6	-0,6	ago-15
Donaciones	1,6	1,7	1,4	1,0	1,1	0,5	ago-15
Superávit o déficit después de donaciones	-0,4	0,3	-0,2	-1,1	-1,5	0,0	ago-15
Financiamiento	0,4	-0,3	0,2	1,1	1,5	0,0	ago-15
Externo	2,5	1,9	2,0	2,3	2,5	1,3	ago-15
Interno	-2,1	-2,2	-1,8	-1,1	-1,0	-1,2	ago-15
Deuda							
Deuda total	61,0	55,7	53,6	53,3	49,1		
Deuda interna	14,5	12,0	10,7	9,8	8,5		
Deuda externa	46,5	43,7	42,8	43,5	40,6		
Balanza de pagos							
Cuenta corriente	-8,9	-11,8	-10,6	-11,1	-7,1	-3,7	jun-15
Exportaciones de bienes y servicios	46,3	51,9	53,3	50,7	50,3	24,0	jun-15
Importaciones de bienes y servicios	65,8	73,8	73,4	71,5	67,0	32,0	jun-15
Transferencias corrientes netas total	13,3	12,6	12,5	12,6	12,2	5,6	jun-15
Transferencias oficiales	2,9	2,4	2,2	2,0	1,3	0,7	jun-15
Remesas de trabajadores	9,4	9,3	9,7	9,9	9,6	4,8	jun-15
Inversión extranjera directa	5,6	9,6	7,3	7,5	7,5	3,6	jun-15
Financiamiento excepcional	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,0	jun-15
Reservas brutas (flujos, negativo = incremento)	-2,5	-0,9	0,1	-0,9	-2,4	-0,5	jun-15
	Porcentaje anual de cambio, salvo otra indicación						
Sector Monetario Financero							
Reservas Internacionales brutas (MMUSD)	1799,0	1892,2	1887,2	1993,0	2276,2	2419,7	sep-15
Base monetaria	17,1	25,6	4,9	6,7	14,8	16,6	ago-15
Dinero en circulación	33,6	17,8	12,3	6,0	15,6	13,3	ago-15
Cédito al sector privado	2,4	18,9	29,0	21,3	19,5	20,9	ago-15
Depósitos	24,6	16,5	5,5	13,9	19,0	13,9	ago-15
Dolarización crédito (en % del total)	89,6	90,8	91,7	91,2	90,8	91,0	ago-15
Dolarización depósitos (en % del total)	73,4	69,8	74,3	73,8	75,6	75,2	ago-15

Fuente: Boletines del Banco Central de Nicaragua

A.1.2 Desarrollos en 2015

Con información disponible en lo transcurrido de 2015, el desempeño macroeconómico de Nicaragua continúa sólido y se destaca como uno de los mejores en Centroamérica. En un contexto de ralentización en el crecimiento económico mundial, sucesivas revisiones a la baja en el crecimiento estimado para Latinoamérica (LA) y caída de precios de materias primas, la actividad económica del país continúa creciendo, la inflación ha disminuido, las finanzas públicas se mantienen sanas, las reservas internacionales siguen fortaleciéndose y el sistema financiero se mantiene robusto.

Este desempeño positivo fue valorado por inversionistas extranjeros y ha sido destacado por organismos internacionales; y más recientemente por la agencia Moody's, quien mejoró la calificación de riesgo crediticio de Nicaragua, mientras que el Banco Mundial lo reclasificó en sus políticas de financiamiento de país IDA a país IDAgap, lo que conlleva un mayor acceso a recursos externos.

En síntesis el crecimiento económico, aunque con una leve desaceleración, se mantiene sólido y el desempeño macroeconómico continúa fortaleciéndose (Cuadro 1):

- El crecimiento se desaceleró de 4.7% en 2014 a 3.3% con datos del PIB al primer trimestre de 2015 y aumentó el dinamismo a 3.8% según el Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) a julio de 2015. En este sentido, las autoridades estiman que al cierre de la gestión el crecimiento será de 4.3%, tasa destacable en el contexto regional.
- El crecimiento del primer trimestre fue resultado de la incidencia positiva de la demanda interna que más que compensó la caída real de las exportaciones netas. En la absorción interna la formación bruta de capital creció en 15.7% y el consumo en 6.1%; destaca la formación bruta de capital privada que registró un crecimiento de 20.8%, particularmente en construcción y maquinaria y equipo para la industria y el transporte. Por su parte, en la demanda externa neta, las exportaciones disminuyeron 2.1%, mientras que las importaciones crecieron 15.6% dando como resultado una incidencia negativa. La caída de las exportaciones se originó en disminuciones de volúmenes de azúcar, oro y productos manufacturados; mientras que el incremento de las importaciones se debió principalmente a compras de bienes de capital para la industria, bienes intermedios para la agricultura y construcción, y bienes de consumo no duraderos.
- El Índice Mensual de Actividad Económica a julio de 2015 reporta un crecimiento promedio anual de 3.8%. Por el enfoque de la producción, los principales aportes provinieron de las actividades de comercio, hoteles y restaurantes (1.0 pp), construcción (0.6 pp) y transporte y comunicación (0.4 pp), sumando en conjunto una contribución de 2.0 puntos porcentuales.

- La inflación disminuyó de 6.5% al cierre de 2014 a 2.8% interanual a septiembre de 2015, con una tasa acumulada de sólo 1.3%, frente a registros mayores al 4.0% en iguales periodos de 2013 y 2014. Las presiones inflacionarias disminuyeron principalmente por menores precios de alimentos y combustibles, por lo que la inflación subyacente de 6.6% interanual es mayor que la variación del IPC.
- Respecto a las finanzas públicas, se destaca que en cifras acumuladas al mes de agosto el SPNF presenta un equilibrio entre ingresos y egresos con un déficit de sólo 0.03% del PIB (C\$114 millones), sustancialmente menor al observado en igual periodo de 2014 (C\$445 millones). Los ingresos totales ascendieron a C\$58,275 millones con un crecimiento interanual de 15.0%; mientras que las erogaciones totales alcanzaron C\$60,142 millones (13.0%), no obstante el importante dinamismo de la adquisición neta de activos no financieros (21.5%). Este resultado refleja el manejo prudente de las finanzas públicas que se ha traducido en una tendencia decreciente del endeudamiento.
- Por su parte, el Gobierno Central registró un superávit de C\$1,288 millones en los primeros ocho meses de 2015, subrayando también el mayor crecimiento de los ingresos (2.2%) respecto al de las erogaciones totales (1.0%). La recaudación tributaria del Gobierno Central aumentó en 2.3% destacando el crecimiento de impuesto sobre la renta (10.7%) y del impuesto selectivo al consumo importado (43.9%).¹ Asimismo, el Instituto Nicaragüense de Seguridad Social (INSS) presentó mejoras al pasar de un déficit de C\$195 millones a un superávit de C\$56 millones y la Alcaldía de Managua (ALMA) de un superávit de C\$177 millones a uno de C\$385 millones.²
- Luego del fortalecimiento de la posición externa con el descenso del déficit en cuenta corriente en 2014 a 7.1% del PIB, en el primer semestre de 2015 el déficit alcanzó a 3.7% del PIB debido principalmente al saldo comercial deficitario que subió en 7.8% respecto al de igual periodo de 2014. El saldo comercial continuó deteriorándose en los siguientes meses y el déficit para el periodo enero-septiembre de 2015 alcanzó US\$ 2,052.3 millones, mayor en 8.0% respecto al de igual periodo del año anterior. Situación que explica la proyección de un déficit mayor al cierre de la gestión.
- El déficit comercial resultó del efecto combinado de la caída en el valor de las exportaciones (5.6%) y el aumento en el valor de las importaciones (2.1%). Las exportaciones FOB en los nueve meses sumaron US\$ 1,904.6 millones y su disminución se debió principalmente al oro y azúcar que registraron descensos tanto en volúmenes como en precios y cuyos principales mercados son EEUU y Venezuela. Por su parte, las importaciones CIF en el periodo enero-septiembre

¹ El IVA nacional registró una caída de 11,3%, afectada por devoluciones principalmente por subsidio de energía eléctrica a hogares que consumen igual o menos a 150 Kwh/mes.

² Las comparaciones se realizan entre enero-agosto de 2015 respecto a igual periodo de 2014.

alcanzaron US\$ 4,303.9 millones y su incremento se debe principalmente al dinamismo que experimentaron las importaciones de maquinaria industrial, materiales de construcción, productos alimenticios, medicina y productos farmacéuticos, entre otros. Es de destacar que al excluir el valor de la factura petrolera, las importaciones registraron una tasa de crecimiento de 11.0%. El sustancial descenso en el valor de las importaciones de petróleo crudo y derivados (30.9%) estuvo explicado enteramente por la caída de precios, ya que los volúmenes aumentaron.³

- En las operaciones con el exterior destaca también el incremento en 4.8% en las remesas familiares recibidas durante el primer semestre de 2015, las mismas que alcanzaron a US\$ 581.6 millones (4.7% del PIB). Este resultado fue posible no obstante la caída de las remesas provenientes de EEUU, que constituye el principal origen de estos recursos, lo que pudo haberse debido a la desaceleración de esta economía en el primer trimestre; sin embargo, flujos provenientes de Costa Rica, Panamá y España compensaron dicha caída.
- Los precios internacionales promedio de las principales materias primas de exportación durante el periodo enero-septiembre de 2015 registraron bajas respecto a los promedios del año anterior (a excepción del precio de la carne), compensando parcialmente el efecto favorable del descenso de precios del petróleo (WTI y Brent). Destaca la caída del precio del azúcar y del oro a los niveles más bajos de los últimos ocho y tres años, respectivamente; estos productos constituyen el cuarto y tercero más importante en las exportaciones de Nicaragua. La caída del precio del azúcar se explica por la débil demanda mundial y condiciones favorables para la cosecha de Brasil; mientras que en el caso del oro se debe a la baja demanda de China y las expectativas de alzas de tasas de la Reserva Federal.
- El sistema financiero mantiene un importante dinamismo, principalmente el crédito que registró un crecimiento interanual del 20.9% a agosto de 2015, tasa que se ha acelerado en los últimos tres meses y es mayor a la del cierre de 2014. Por su parte, los depósitos registran también un crecimiento interanual importante (13.9%) aunque a un ritmo menor que del cierre de 2014. La dolarización de créditos y depósitos se mantiene en aproximadamente 91.0% y 76.0%, respectivamente. La rentabilidad y solvencia de las instituciones financieras se mantienen estables, en línea con mayores ingresos financieros por cartera de crédito y el ratio de adecuación de capital fue de 13.3% a fines de agosto, superior al requerido por la norma (10.0%).
- La política monetaria contribuyó a fortalecer el saldo de Reservas Internacionales Brutas (RIB) que a fines de septiembre alcanzaron US\$ 2,419.7 millones, permitiendo cumplir con márgenes las proyecciones del Programa

³ De acuerdo al Informe del BCN "Estado de la Economía y Perspectivas – Primer Semestre 2015", el crecimiento en el volumen importado de petróleo crudo y combustible en el primer semestre de 2015 fue de 14,1% respecto a igual periodo de 2014.

Monetario del BCN y traduciéndose en una cobertura de RIB a base monetaria de 2.8 veces y de 4.7 meses de importaciones. El resultado anterior fue posible gracias a una política fiscal prudente y a un manejo adecuado de las operaciones monetarias.

- Respecto a la política cambiaria, se mantuvo la dinámica de deslizamiento de 5.0% del tipo de cambio nominal, aspecto que permite anclar las expectativas de inflación. Asimismo, al mantener la inflación bajo control se asegura que el tipo de cambio real permanezca en línea con sus fundamentos.

A.2 Marco legal y desarrollos recientes en la gestión de la deuda pública

A.2.1 Marco legal

Como señala en su Artículo 1 la Ley No. 477, Ley General de Deuda Pública, “El objetivo de la presente Ley es regular el proceso de endeudamiento público, para asegurar que las necesidades financieras del Gobierno y sus obligaciones de pago se satisfagan al menor costo posible, en forma consistente con la adopción de un grado de riesgo prudente, determinando y asegurando la capacidad de pago del país de acuerdo con el comportamiento de las variables macroeconómicas relevantes”.

Asimismo el Artículo 2 de la Ley No. 477, dice “Estarán sujetas a la Ley todas las Instituciones del sector público que realicen operaciones de crédito interno y externo, así como también cuando requieran del aval o garantía del Estado para sus contrataciones de financiamiento interno o externo”.

La Deuda Pública incluye las siguientes operaciones de crédito público (Artículo 6):

- Contratación de préstamos con otros Estados, organismos financieros internacionales, bancos o instituciones financieras privadas extranjeras o nacionales, o provenientes de cualquier otra persona natural o jurídica residente en el país o en el extranjero.
- Emisión y colocación primaria de Títulos Valores, incluyendo Letras de la Tesorería General de la República o cualquier otro valor pagadero a plazo.
- Celebración de contratos entre instituciones del sector público con personas naturales o jurídicas, nacionales o extranjeras, cuyo pago se pacte a plazo.
- Consolidación, renegociación, reprogramación y conversión de deudas.

- La contratación de obras, servicios o adquisiciones cuyo pago total o parcial se estipule realizar en el plazo de más de un ejercicio presupuestario posterior al vigente, siempre y cuando los conceptos que financien se hayan devengado anteriormente.
- Cualquier otro compromiso financiero adquirido por instituciones del sector público que impliquen obligaciones de pago en corto, mediano y largo plazo.

Asimismo, la Ley General de Deuda Pública establece la preparación de una Estrategia Nacional de Deuda Pública (Artículo 10), a través del MHCP como organismo rector del endeudamiento público, a ser remitida al Presidente de la República para su aprobación y publicación. Esta estrategia deberá contener, entre otros, los siguientes elementos:

- La capacidad de pago del país y la sostenibilidad macroeconómica de la deuda.
- La conciliación de los objetivos de los proyectos y programas de desarrollo con la capacidad de endeudamiento externo e interno del país.
- La disponibilidad prevista de recursos presupuestarios para la contraparte de programas y proyectos.
- La orientación de la asistencia técnica y financiera hacia la inversión y a los programas de desarrollo económico y social.
- Un plan de renegociación y conversión de la Deuda Pública interna y externa cuyo propósito sea la reducción de los niveles de deuda, reducción del costo de financiamiento o de ambos.
- Un límite de endeudamiento global, considerando de manera prudente los riesgos y la vulnerabilidad de los ingresos internos y externos proyectados, así como también el perfil del servicio de la deuda.

A.2.2 Estrategia Nacional de Endeudamiento Público (ENDP)

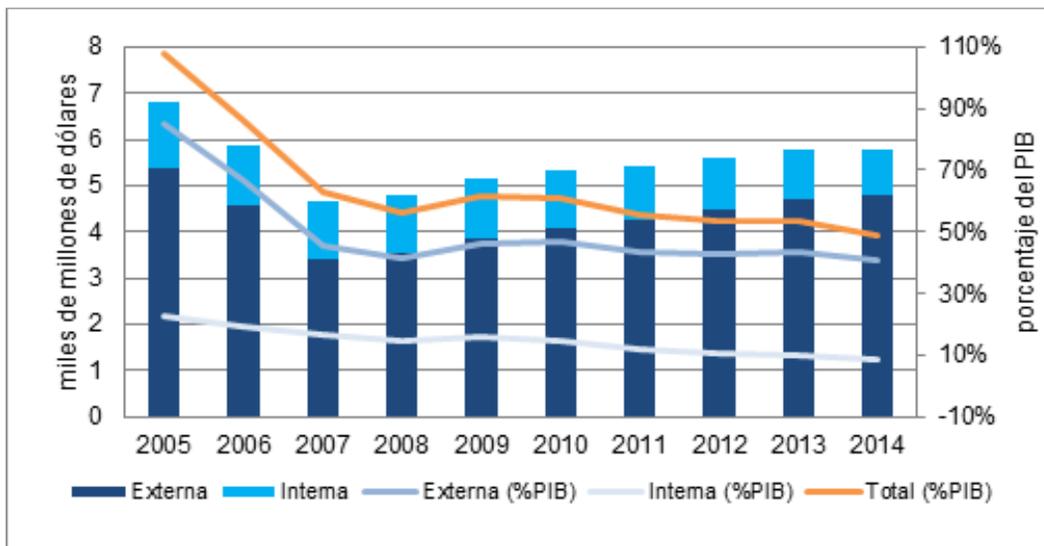
La Estrategia Nacional de Deuda Pública (ENDP) establece importantes directrices para la gestión de la deuda pública en el periodo 2013-2015. Para la deuda externa, el indicador deuda externa sobre PIB se debe mantener entre 40% y 50%; se deben minimizar las contrataciones no tradicionales, conservándolas menores al 40% en promedio para el periodo; el tiempo promedio al vencimiento debe de encontrarse entre el rango de 15.5 – 13.5 años; y por último, las contrataciones de deuda a tasa variable se debe mantener en el rango del 20% - 25% del total contratado anualmente.

En cuanto a la deuda interna se deben estandarizar todos los documentos; los valores estandarizados emitidos deben tener un plazo mayor a 6 años; y se debe obtener un tiempo promedio de vencimiento de entre 5.8 – 6.2 años para finales de 2015.

A.3. Evolución de la deuda pública y análisis de la cartera

En los últimos años, el saldo de la deuda pública se ha reducido significativamente debido a una política fiscal y de endeudamiento prudente. De igual forma, ha contribuido a este resultado la implementación del alivio de deuda bajo la Iniciativa de Alivio de Deuda Multilateral (IADM) otorgado por el Banco Mundial (BM), el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), así como la recompra de la deuda comercial. Como resultado, la deuda disminuyó de US\$ 6,802.1 millones en 2005 a US\$ 5,800.3 millones en 2014, aunque a partir de 2009 los saldos muestran un incremento, éstos son menores al crecimiento del PIB nominal, por lo que el indicador deuda/PIB muestra una tendencia decreciente (Gráfico 3).

Gráfico N° 3: Deuda pública total 2005-2014
(En miles de millones de dólares y porcentajes del PIB)



La deuda pública total al 31 de diciembre de 2014 está compuesta en 83.0% de deuda externa y 17.0% de deuda interna (Cuadro 2). En términos de deuda externa, los acreedores oficiales constituyen más del 99.0%, en tanto que los acreedores privados representan menos del 1.0% de la cartera de deuda. Por su parte, la deuda interna está concentrada en el sistema financiero.

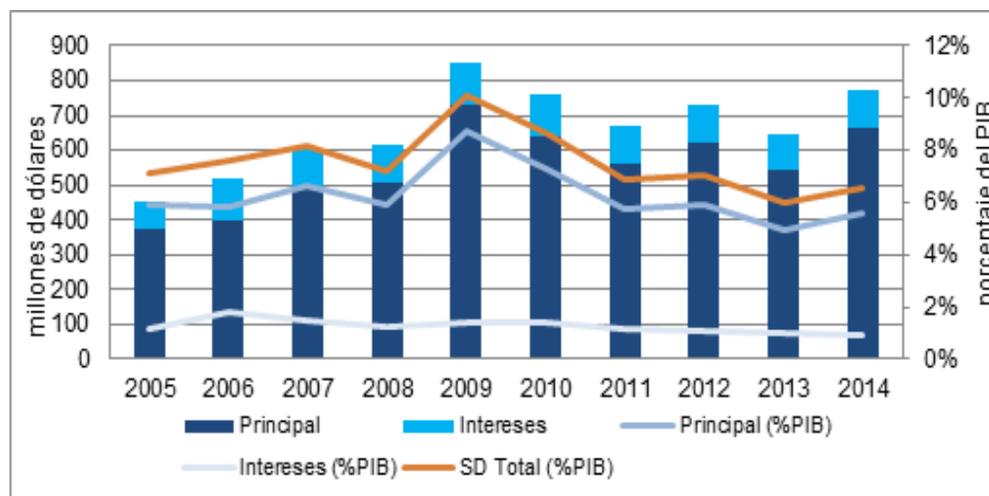
Cuadro N° 2: Deuda pública por acreedor al 31 de diciembre de 2014
(En millones de dólares y participación relativa en %)

	US\$ millones	% del total
Deuda Pública Total (A+B)	5,800.3	100%
% del PIB	49%	
A) Deuda Pública Externa (I+II)	4,796.0	83%
I. Oficial	4,766.9	
1. Multilateral	2,883.9	60%
2. Bilateral	1,883.0	39%
II. Comercial	29.1	1%
B) Deuda Publica Interna	1,004.3	17%
Sistema Financiero	289.6	29%
Otros	714.7	71%

Fuente: BCN

El servicio de la deuda muestra un nivel bajo en 2005 debido a las condonaciones formalizadas en el marco de la Iniciativa para Países Pobres muy Endeudados (HIPC, por sus siglas en inglés). En 2007, el servicio de deuda se incrementó en el pago de principal, debido a la recompra de deuda externa con la Banca Comercial Internacional realizada a finales de 2007 por un monto de US\$ 63.2 millones (Gráfico 4). En cuanto al aumento que se observa en 2009, este se debe a la redención de Letras del Banco Central. Los incrementos observados en 2012 se deben principalmente a la redención de Bonos de la Republica de Nicaragua (BRN) por parte del Gobierno Central. Al igual que en el caso de la deuda pública total, es importante mencionar que a pesar de que se observa incrementos en el servicio de deuda, el indicador Servicio de deuda/PIB muestra una tendencia decreciente.

Gráfico N° 4: Servicio de la deuda pública total 2005-2014
(En millones dólares y porcentajes del PIB)



Durante 2014, Nicaragua honró deuda por la suma de US\$ 771.1 millones que representa el 7.0% del PIB. El servicio de deuda externa representa el 17.0% del total, mientras que el servicio de deuda interna representa el 83.0% (Cuadro 3). El servicio de la deuda interna se incrementó por el pago de principal referido a letras del Banco Central.

Cuadro N° 3: Servicio de la deuda pública al 31 de diciembre de 2014
(En millones de dólares y participación relativa en %)

	US\$ millones	% del total
Servicio de Deuda Pública Total (A+B)	771.1	100%
% del PIB	7%	
A) Servicio de Deuda Pública Externa	133.9	17%
Principal	83.0	62%
Interés	50.9	38%
B) Servicio de Deuda Publica Interna	637.2	83%
Principal	578.3	91%
Interés	58.8	9%

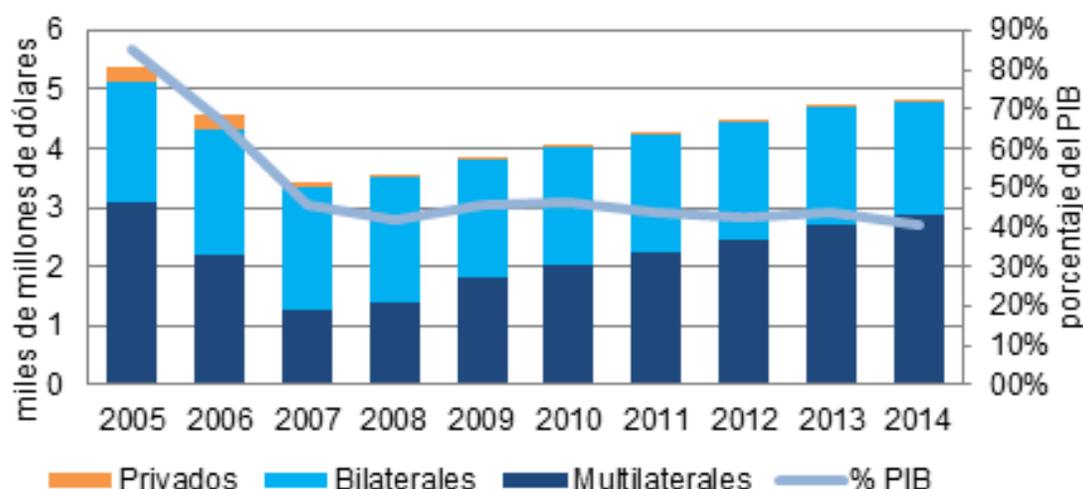
Fuente: BCN

A.3.1 Deuda externa

Desde principios de los 2000 la deuda externa pública disminuyó significativamente, tendencia que se observa de forma más pronunciada en el período 2005 a 2007, sobre todo en lo que respecta a la deuda multilateral (Gráfico 5). En este período, la deuda externa se redujo de US\$ 5,375.4 millones a US\$ 3,415.3 millones principalmente por el alivio de deuda en el marco de la Iniciativa HIPC y de la Iniciativa de Alivio de deuda Multilateral. A partir de 2008, la deuda externa medida en dólares adquiere una tendencia creciente, pero en porcentaje del PIB mantiene la tendencia decreciente con leves incrementos en 2009 y 2010, reflejando una trayectoria sostenible del endeudamiento externo.

Durante el período 2008 al 2014, la deuda externa pública multilateral presentó un aumento promedio anual de 13.0% mientras que la deuda bilateral tuvo una disminución promedio anual del 2.0%. De igual forma, la deuda con acreedores privados disminuyó en un 4.0% en promedio anual.

Gráfico N° 5: Deuda externa pública por acreedor
(En miles de millones de dólares y en porcentajes del PIB)



A fines de 2014, el saldo de la deuda externa alcanzó a US\$ 4,796.0 millones, que representa un incremento del 2.0% respecto al año 2013. La deuda externa multilateral representó el 60.0%, la deuda bilateral el 39.0% y la deuda con acreedores privados el 1.0% (Cuadro 4). Destaca el BID como el principal acreedor multilateral (US\$ 1,402.2 millones), seguido por el BM (IDA US\$ 523.3 millones) y el BCIE (US\$ 437.9 millones). En la deuda bilateral destacan los acreedores provenientes de Latinoamérica (US\$ 988.5 millones) y Europa del Este (US\$ 165.3 millones).

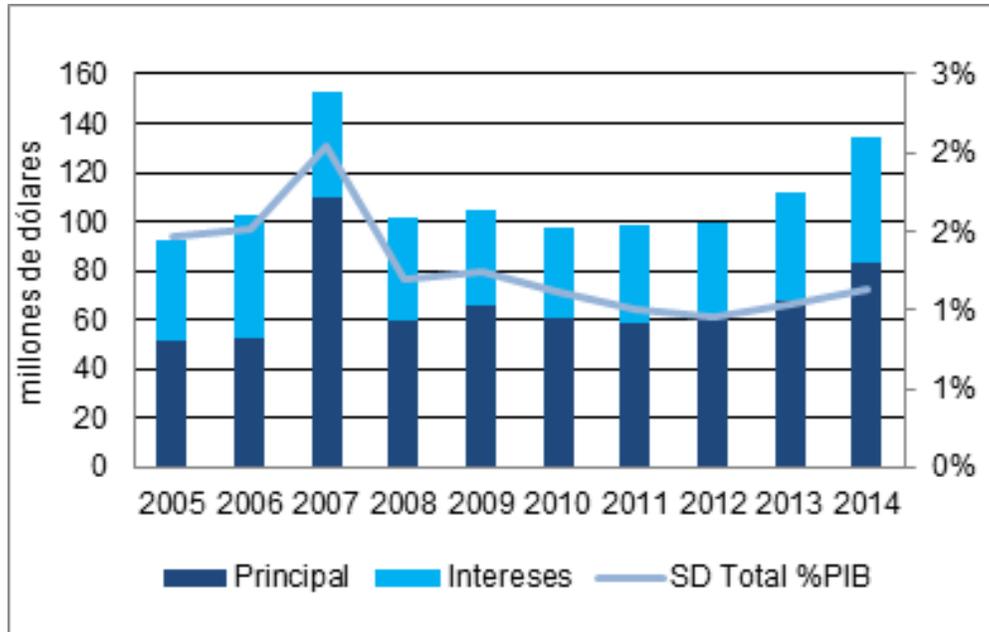
Cuadro N° 4: Saldo de la deuda externa por acreedor al 31 de diciembre de 2014
(En millones de dólares y participación relativa en %)

	US\$ millones	% del total
Saldo Deuda Pública Externa (I+II)	4,796.0	100%
I. Oficiales (1+2)	4,766.9	99%
1. Multilaterales	2,883.9	60%
BID	1,402.2	29%
IDA	523.3	11%
BCIE	437.9	9%
FMI	303.4	6%
Otros	217.1	5%
2. Bilaterales	1,883.0	39%
Latinoamérica	988.5	21%
Club de París	165.3	3%
Europa del Este	2.2	0%
Otros	727.1	15%
II. Privados	29.1	1%
Banca Comercial	4.8	0%
Proveedores y Otros	24.3	0.5%

Fuente: BCN

Con respecto al servicio de la deuda externa pública, en 2007 se presentó un aumento debido a la recompra de deuda con la Banca Comercial. De 2008 al 2012 el servicio se mantiene estable, luego en 2013 y 2014 los pagos de principal aumentaron para cumplir obligaciones con acreedores multilaterales. Cabe mencionar que estos incrementos son menos pronunciados en el ratio del servicio de deuda externa/PIB debido al buen desempeño de la actividad económica en los últimos años (Gráfico 6).

Gráfico N° 6. Servicio de la deuda pública externa
(En millones de dólares y porcentaje del PIB)



A.3.2 Deuda interna

En el período 2005-2014 la deuda interna ha disminuido en 30.0%, con descensos similares tanto en la deuda del Gobierno Central como en la del Banco Central, de modo que la participación de ambos en el total no sufrió modificaciones relevantes, destacando la concentración de más del 70.0% en el Gobierno Central. A fines de 2014 el saldo de la deuda pública interna alcanzó a US\$ 1,004.3 millones, 5.0% menos que el saldo a fines del año 2013.

El mayor componente de la deuda interna del Gobierno Central son los BPI (Bonos de Pagos por Indemnización, emitidos como parte de transacciones judiciales en las expropiaciones que se produjeron en la década de 1980). Sin embargo, en los últimos años han adquirido relevancia los Bonos de la Republica de Nicaragua. Por su parte, el Banco Central tiene concentrada su deuda en Títulos Bancarios denominados Bonos Bancarios (Cuadro 5).

Cuadro N° 5: Saldo de la deuda pública interna por instrumentos
(En millones de dólares)

Concepto	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Deuda Pública Interna Total	1,426.8	1,325.0	1,256.8	1,254.0	1,318.3	1,264.0	1,169.9	1,122.6	1,062.3	1,004.3
Gobierno Central - Central Government	1,005.2	1,000.3	934.7	884.2	909.3	910.3	899.8	856.4	735.3	714.7
BPI y CBPI	966.7	974.5	897.5	816.7	739.8	668.4	600.6	544.7	480.5	427.4
Bonos de la república de Nicaragua ^{1/}	17.6	14.6	18.4	50.2	147.9	237.6	298.8	311.4	254.5	287.1
Letras de cambio y subastas ^{1/}	9.3	1.5	10.9	10.5	16.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Otros ^{2/}	11.5	9.8	7.9	6.8	5.1	4.3	0.4	0.4	0.3	0.2
Banco Central	421.6	324.7	322.1	369.8	409.0	353.7	270.1	266.1	327.1	289.6
Títulos bancarios ^{3/}	236.4	202.3	174.9	188.8	186.4	184.0	181.6	177.1	170.6	164.0
Otros títulos	185.2	122.4	147.2	181.0	222.6	169.7	88.5	89.0	156.5	125.6

Fuente: BCN

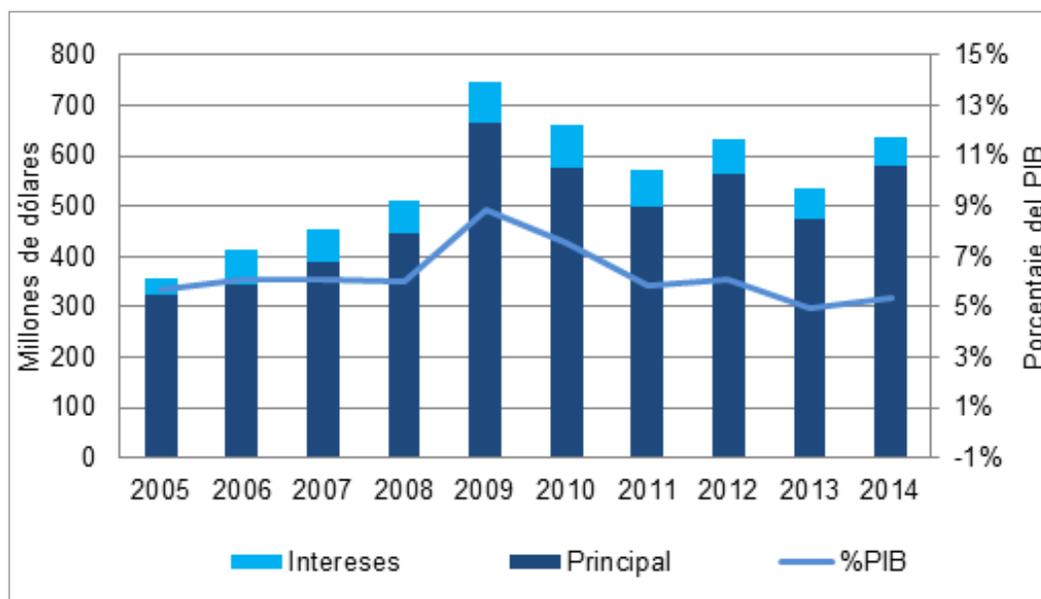
1/Incluye títulos colocados mediante subastas competitivas y no competitivas al sector privado y empresas públicas

2/Incluye certificados, acciones, pagarés y contratos

3/Se refiere al principal de la deuda en concepto de Bonos del Banco Central de Nicaragua cupón cero (llamados bonos bancarios) emitidos por el BCN por cuenta del Gobierno (no incluye intereses)

En el período 2005-2014 el servicio de deuda pública interna ha aumentado en 78.0%, la amortización presenta casi el mismo nivel que el servicio de deuda total (promedio de 88.0% durante el período). El pago del principal ha tenido incrementos significativos durante los años 2009, 2010, 2012 y 2014, en éstos se han pagado Letras del Banco Central y Bonos de la Republica de Nicaragua. Por su parte los intereses representaron, durante el período, el 12.0% del servicio de deuda interna (Gráfico 7). Como se observa, el servicio de deuda interna es muy relevante en el servicio de deuda total.

Gráfico N° 7. Servicio de la deuda pública interna
(En millones de dólares y porcentaje del PIB)



A.3.3 Análisis de costo/riesgo del portafolio vigente de deuda pública

El análisis de cartera realizado se concentró en las cifras estimadas para finales de 2015 y se basó en la deuda del Gobierno Central.

Para 2015, el saldo nominal estimado de la deuda total del Gobierno Central es de US\$ 3,967.9 millones, representando la deuda externa el 79.0% (US\$ 3,123.7 millones) y la deuda interna el 21.0% del total (US\$ 844.2 millones). La deuda total representa el 32.0% del PIB, la deuda externa el 25.2% y la interna el 6.8%. En este año el pago de intereses de la deuda total representa el 0.9% del PIB a una tasa de interés promedio ponderada de 2.8% (Cuadro 6).

Cuadro N° 6: Indicadores de Costo y Riesgo

Indicadores de riesgo	2015			
	Deuda externa	Deuda interna	Deuda total	
Monto (en millones de córdobas)	85141.2	23010.0	108151.2	
Monto (en millones de USD)	3123.7	844.2	3967.9	
Deuda nominal como % del PIB	25.2	6.8	32.0	
Valor presente como % del PIB	17.9	6.8	24.7	
Costo de la deuda	Pago de interés como % del PIB	0.5	0.4	0.9
	Tasa de interés promedio ponderada (%)	2.1	5.4	2.8
Riesgo de refinanciamiento	TPV (años)	16.3	4.4	13.8
	Deuda a vencer en un año (% del total)	2.3	14.8	4.9
	Deuda a vencer en un año (% del PIB)	0.6	1.0	1.6
Riesgo de tasa de interés	TPR (años)	14.6	4.4	12.4
	Deuda a refijar en un año (% del total)	13.0	14.8	13.4
	Deuda a tasa fija (% del total)	89.2	100.0	91.5
Riesgo de tipo de cambio	Deuda en moneda extranjera (% del total)			100

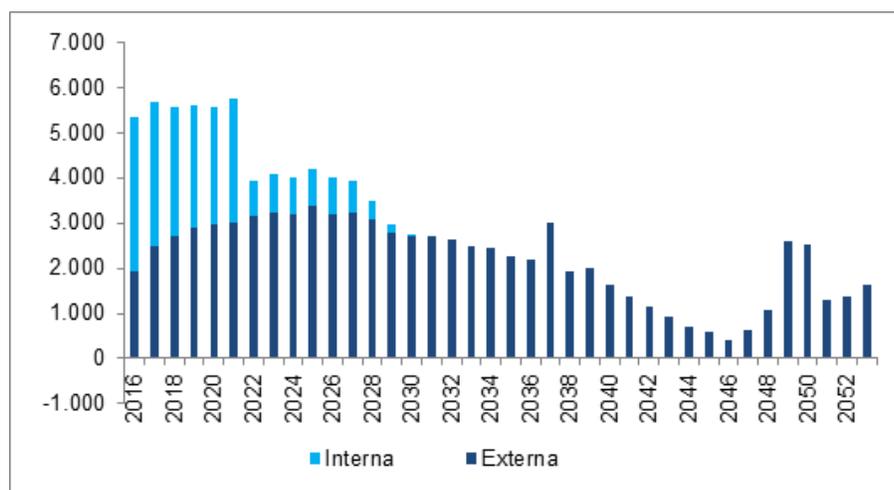
Nota: TPV= Tiempo promedio al vencimiento, TPR= Tiempo promedio de refijación

En cuanto a los riesgos, se observa que el tiempo promedio de vencimiento (TPV) de la cartera es de 13.8 años, 16.3 años para la deuda externa y 4.4 años para la deuda interna. En este sentido, el riesgo de refinanciamiento en promedio es bajo, debido a que en 2015 los acreedores con condiciones de financiamiento concesionales representan el 58.2% de la deuda. Respecto a la deuda a vencer en un año, la proporción para la deuda externa es baja (2.3% del total) y mayor para la deuda interna (14.8%).

El riesgo de refinanciamiento se puede observar en mayor detalle en el perfil de vencimientos que se expone en el Gráfico 8. Destacan los vencimientos más elevados en los primeros años, lo que se debe principalmente a la deuda interna que, como se mencionó, tiene un plazo promedio de 4.4 años. En este sentido, es recomendable mejorar el perfil de vencimientos de la deuda interna para reducir su riesgo de refinanciamiento.

En cuanto a la deuda externa, se presentan algunos años con incrementos significativos debido a pagos de principal al BCIE en 2037 y al IDA en 2049 y en 2050.

Gráfico N° 8. Proyección de amortizaciones de la deuda pública total
(En millones de Córdoba)



b) Riesgo de tasa de interés

El riesgo de la tasa de interés se puede identificar en tres indicadores. El primero, tiempo promedio de refijación (TPR), al ser muy alto para la deuda externa implica un bajo riesgo, factor explicado en gran parte por la concesionalidad de la deuda, que tiene periodos de vencimiento largos y tasas fijas de interés. Para la deuda interna, el TPR es de 4.4 años, coherente con los principales instrumentos desarrollados en el mercado interno, que son de 3 y 5 años. Lo anterior resulta en un TPR para la cartera total de 12.4 años. Cabe destacar que aunque la tasa de la deuda interna es fija, ésta es sustancialmente más alta que la tasa de la deuda externa (más del doble en tasa promedio). El segundo indicador muestra que el 13.4% de la deuda total se refijará en un año, lo cual representa un monto de US\$ 516 millones. El tercer indicador, porcentaje de deuda a tasa fija, resulta en 91.5% del total. Observando los indicadores, se puede decir que el riesgo de tasa de interés no es alto.

c) Riesgo de tipo de cambio

El total de la deuda de Nicaragua está denominada en dólares, lo cual implicaría un riesgo alto de tipo de cambio, ya que la depreciación de la moneda nacional resulta en un incremento del servicio y los costos asociados a dicha deuda. Sin embargo, la política de depreciación basada en una tasa fija de deslizamiento del tipo de cambio en 5.0% reduce el riesgo señalado dada la predictibilidad de la depreciación de la moneda nacional. Además, en Nicaragua no existe volatilidad del tipo de cambio ya que está determinado por una política cambiaria y monetaria fuerte, además de contar con un respaldo de las reservas internacionales.

Cabe señalar que en las pruebas de estrés estandarizadas realizadas en el DSA, la depreciación de una sola vez en 30% deteriora todos los coeficientes de endeudamiento, pero permanecen por debajo de los umbrales indicativos.

B. SUPUESTOS DEL ANÁLISIS DE ESTRATEGIA Y SOSTENIBILIDAD DE DEUDA

B.1 Cobertura de las cifras fiscales y deuda pública

El ejercicio de sostenibilidad considera las cifras proyectadas del sector público consolidado 2016-2035,⁴ mientras que la estrategia de deuda pública se realiza en base a las proyecciones del Gobierno Central referidas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2016-2019; además se incluyen otras proyecciones macroeconómicas realizadas por el equipo técnico nacional.

B.2 Supuestos macroeconómicos

El desempeño de la economía nicaragüense está influenciado por factores externos e internos, por lo que es importante analizar en perspectiva estas variables como insumo para las proyecciones macroeconómicas.

Nicaragua es un país pequeño, abierto y, por consiguiente, tomador de precios internacionales. Por tanto, es vulnerable al desempeño de la economía mundial, en particular de sus principales socios por el destino de las exportaciones y el origen de las remesas de trabajadores; al respecto es relevante el desempeño de Estados Unidos, Europa. Además, como tomador de precios, es vulnerable a las alza de los precios del petróleo al ser importador neto de combustibles y derivados; le afecta también las caídas de precios de la carne, el café, el oro y el azúcar, entre otros, que son los principales productos de exportación.

Sobre el desempeño económico internacional estimado y de acuerdo a las perspectivas económicas globales publicadas en octubre de 2015 por el FMI, se destacan los siguientes aspectos (Cuadro 7):

- El crecimiento global proyectado para 2015 es de 3.1% y para 2016 de 3.6%. Estas tasas fueron revisadas a la baja y reflejan el débil desempeño de EUA, particularmente en el primer trimestre de 2015, y las perspectivas menos optimistas de varios mercados emergentes. Las expectativas de crecimiento global siguen siendo moderadas, tanto a corto como a mediano plazo.
- En los mercados emergentes el crecimiento continúa desacelerándose. En particular China que se encuentra en una etapa de transición hacia un crecimiento más lento. La actividad en América Latina y el Caribe (LAC) continúa disminuyendo y se proyecta que el crecimiento del PIB real se reducirá por quinto año consecutivo, tornándose ligeramente negativo en 2015 antes de repuntar levemente en 2016.

⁴ El sector público consolidado incluye al Gobierno Central, empresas públicas, Alcaldía de Managua (ALMA), Instituto Nicaragüense de Seguridad Social (INSS), Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras (SIBOIF), Banco Central de Nicaragua (BCN), Instituto Nicaragüense de Seguros y Reaseguros (INISER) y Banco Produzcamos.

Cuadro N° 7: Perspectivas de la Economía Mundial

	2013	2014	Proyecciones		Diferencias respecto al WEO de abril de 2015	
			2015	2016	2015	2016
Porcentaje anual de cambio salvo otra indicación						
Crecimiento						
Mundial	3,3	3,4	3,1	3,6	-0,4	-0,2
Economías Avanzadas	1,1	1,8	2,0	2,2	-0,4	-0,2
EUA	1,5	2,4	2,6	2,8	-0,5	-0,3
Zona Euro	-0,3	0,9	1,5	1,6	0,0	0,0
Mercados Emergentes	5,0	4,6	4,0	4,5	-0,3	-0,2
China	7,7	7,3	6,8	6,3	0,0	0,0
Latinoamérica y Caribe	2,9	1,3	-0,3	0,8	-1,2	-1,2
Brasil	2,7	0,1	-3,0	-1,0	-2,0	-2,0
México	1,4	2,1	2,3	2,8	-0,7	-0,5
América Central						
Belice	1,5	3,6	2,2	3,2		
Costa Rica	3,4	3,5	3,0	4,0		
El Salvador	1,8	2	2,3	2,5		
Guatemala	3,7	4,2	3,8	3,7		
Hondura	2,8	3,1	3,5	3,6		
Nicaragua	4,5	4,7	4,0	4,2		
Panamá	8,4	6,2	6,0	6,3		
Volumen de comercio mundial	3,3	3,3	3,2	4,1	-0,5	-0,6
Precios materias primas						
Petróleo	-0,9	-7,5	-46,4	-2,4	-6,8	-15,3
No petróleo	-1,2	-4,0	-16,9	-5,1	-2,8	-4,1
Precios al consumidor						
Economías avanzadas	1,4	1,4	0,3	0,2	-0,1	-0,2
Mercados emergentes y economías en desarrollo	5,8	5,1	5,6	5,1	0,2	0,3
Nicaragua	5,7	6,5	5,7	7,0		
Nicaragua						
Porcentaje del PIB						
Cuenta corriente	-11,1	-7,1	-6,6	-7,0		
Gasto primario s. público	23,7	23,9	24,4	24,9		
Balance primario s. público	-0,2	-0,7	-0,6	-0,8		
Deuda bruta s. público	29,8	29,5	30,6	31,5		
Fuente: FMI World Economic Outlook, october 2015						
FMI Regional Economic Outlook, october 2015						

- El comercio mundial, luego de la desaceleración en 2015, podría presentar un repunte en 2016. En todo caso, ambas estimaciones fueron revisadas a la baja con relación a la publicación de abril de este año.
- Las proyecciones de precios internacionales de las materias primas indican nuevas caídas en 2015 y 2016. Si bien se mantienen las condiciones financieras acomodaticias en las economías avanzadas, las presiones financieras y la volatilidad en los mercados emergentes han aumentado, observándose cierta retracción de los flujos de capitales y presiones a la baja sobre los precios de los activos y las monedas.

- En síntesis, los riesgos sobre las perspectivas mundiales están sesgados a la baja, en un contexto de incertidumbre con respecto a la magnitud de la ralentización de China y la perspectiva de alza de las tasas de interés de Estados Unidos, así como de inquietud acerca de un estancamiento prolongado en el crecimiento mundial.
- Este panorama plantea el riesgo de retrocesos en los avances logrados en los últimos años en cuanto a la reducción de la pobreza y la desigualdad. Los principales riesgos son un ajuste brusco de las tasas de interés de Estados Unidos, una ralentización adicional de China y un descenso mayor en los precios de las materias primas, lo que podrían afectar de manera desproporcionada a América Latina en general y a los países exportadores de materias primas en particular.⁵

A continuación se presenta información sobre el desempeño reciente y esperado de Nicaragua que proviene de diferentes fuentes y configura el contexto de las proyecciones de corto y mediano plazo: i) el Informe de Moody's, ii) el informe del Banco Central de Nicaragua, iii) Perspectivas Económicas Regionales publicadas en octubre por el Fondo Monetario Internacional (FMI), iv) el proyecto de Presupuesto General de la República para 2016 (PGR-2016) y v) el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2016 – 2019.

i. Moody's

En julio de 2015, Moody's mejoró la calificación de riesgo de Nicaragua señalando que los graduales pero continuos cambios positivos en la economía de Nicaragua hacen más manejable el impacto en la balanza de pagos y en las cuentas fiscales, de un escenario extremo en el que los préstamos en virtud del acuerdo de Petrocaribe ya no estén disponibles. Entre los aspectos que destaca la empresa calificadora están:

- La tendencia al alza de la IED en los últimos años. En 2014, la IED cubrió el 90.0% del déficit de la cuenta corriente, EE.UU. es la mayor fuente de inversión extranjera directa.
- La diversificación de la matriz energética que reduce su dependencia de las importaciones de petróleo. En 2000, la energía termoeléctrica representó el 81.0% de la matriz energética de Nicaragua; en 2014 esa proporción había caído a 45.0% y las autoridades esperan que este porcentaje disminuya aún más a 20.0% en 2018.
- La caída del precio del petróleo que ha dado lugar a una reducción del déficit por cuenta corriente, lo que significa que se necesita menos financiamiento externo. También ha proporcionado apoyo fiscal al permitir una reducción de los subsidios a la energía.

⁵ El análisis de los riesgos del contexto externo sobre Nicaragua se realiza en la sección D.1

- El hecho de que Nicaragua es una de las economías de más rápido crecimiento entre los pares de América Latina y la deuda del gobierno central se ha reducido drásticamente en los últimos 10 años. Dado que la mayoría de la deuda de Nicaragua es concesional, sus indicadores de sostenibilidad son fuertes. Sin embargo, es de destacar que en los próximos años puede disminuir paulatinamente el grado de concesionalidad por las nuevas ventanillas de financiamiento disponibles por parte de los organismos internacionales.
- En caso de que Nicaragua tenga que sustituir los préstamos en condiciones favorables que ofrece el acuerdo de Petrocaribe, su capacidad para hacerlo ha mejorado desde julio de 2015 cuando fue clasificado por el Banco Mundial en una nueva categoría de país receptor (de IDA a IDA-Gap). A pesar de que esto reducirá el porcentaje de la deuda en condiciones favorables, también ampliará las oportunidades de financiamiento proveniente de los acreedores multilaterales y bilaterales.
- La agencia también señala que un alto nivel de reservas de divisas y una línea de liquidez de contingencia con el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) le proporciona capacidad de absorción si la balanza de pagos está bajo presión.
- Desde un punto de vista fiscal, el gobierno dispone de espacio para acomodar el gasto fuera de balance, si quisiera, porque alrededor del 30.0% del gasto son los subsidios relacionados con la energía, los cuales han disminuido automáticamente dados los bajos precios del petróleo; y el déficit del sector público consolidado es moderado (alrededor del 1.0% del PIB), la deuda del gobierno central es de 30.2% del PIB.

ii. El informe del Banco Central de Nicaragua

El informe del Presidente del BCN sobre el Estado de la Economía y Perspectivas 2015 destaca que “Nicaragua hoy es un país con una estructura económica más diversificada y menos vulnerable, con un destacado desempeño fiscal, un ambiente de seguridad ciudadana envidiable, y con una Alianza entre el Gobierno, el sector privado y los trabajadores que asegura el consenso y la estabilidad social”.

iii. Perspectivas Económicas Regionales FMI

De acuerdo al FMI, en 2015 y 2016 Nicaragua sería el país con mayor crecimiento en América Central, después de Panamá; la inflación se mantendría controlada, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos continuaría bajando y las operaciones del SPNF no reportarían desequilibrios considerables (Cuadro 7).

iv. El proyecto de Presupuesto General de la República para 2016 (PGR-2016)

El PGR-2016 presentado al Poder Legislativo en octubre por el Presidente de la República Daniel Ortega, contempla los siguientes lineamientos:

- Garantizar la estabilidad financiera del sector público, en un horizonte de sostenibilidad de la deuda pública y enfocada en el control del déficit fiscal.
- Asegurar el financiamiento de los programas y proyectos orientados principalmente a la reducción de la pobreza y el aumento de la inversión pública.
- Continuar apoyando a la estabilidad macroeconómica y al clima necesario para el crecimiento económico y social sostenido, la inversión privada, y sus efectos en la generación de empleo.

v. Marco Fiscal de Mediano Plazo 2016 – 2019

El Marco Fiscal de Mediano Plazo 2016 – 2019 (MFMP) tiene como base mantener un déficit fiscal que permita asegurar una senda de estabilidad macroeconómica y sostenibilidad fiscal. Los lineamientos de la política fiscal se basan principalmente en:

- **La política de ingresos** establece que se continuarán implementando las medidas tributarias incorporadas en la Ley de Concertación Tributaria que incluye la modernización y coordinación entre la Administración Tributaria, Aduanera y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público; ampliación de la base imponible y modernización del sistema de información tributaria DGI-SIAEX; agilización del servicio aduanero en los puestos de control; desarrollo de una cultura tributaria en los contribuyentes y en la administración tributaria. Todo ello garantizará la sostenibilidad de los programas estratégicos del Gobierno.
- **La política de gastos** prioriza el financiamiento de los programas y proyectos orientados a la reducción de la pobreza, incluyendo la infraestructura de apoyo a la producción.
- **La política de inversión pública**, plasmada en el Programa de Inversión Pública (PIP), prioriza la inversión en sectores clave de la economía, como son: infraestructura, salud, educación, energía, agua potable, saneamiento, educación y viviendas de interés social. Sus directrices son que los créditos presupuestarios se asignan a garantizar el cumplimiento de los contratos para ejecución de las obras y actividades en proyectos de arrastre, proyectos cuyas licitaciones no finalizaron en 2015 y serán contratados en 2016, proyectos cuyos convenios de financiamiento están próximos a vencerse en 2016-17 y asegurar la contrapartida para proyectos con financiamiento externo.

- **Las prioridades sociales** se reflejan en las asignaciones presupuestarias para satisfacer las necesidades básicas de la población, garantizar las transferencias municipales, normalizar el servicio eléctrico a usuarios en comunidades rurales y asentamientos urbanos, duplicar la entrega de Bonos Productivos Alimentarios a mujeres protagonistas que son cabeza de familia, continuar apoyando a la agricultura familiar y a los pequeños negocios rurales y urbanos con programas de créditos y asistencia técnica, apoyar a las familias protagonistas de los programas de Pequeña y Mediana Empresa (PYME), continuar apoyando en los gastos de funcionamiento del Programa Usura Cero y en el otorgamiento de créditos (110,000 beneficiarios que representan C\$605.0 millones), garantizar los subsidios que protegen el ingreso real de la población más pobre (transporte urbano colectivo del municipio de Managua y Municipio de Ciudad Sandino, subsidio a jubilados por consumo de energía eléctrica, agua y teléfono, subsidio de energía eléctrica en asentamientos y barrios económicamente vulnerables, subsidio al consumo de energía eléctrica-agua y telefonía en las Universidades y Centros de Educación Técnica Superior.
- **La política de cargos y salarios** garantiza el empleo de los servidores públicos. Los salarios y sus gastos conexos serán ajustados hasta un máximo del 5.0%, con excepción de los salarios del Ministerio de Educación que se ajustarán en 9.0% y del Ministerio de Salud en 8.0%. Se mantiene el Bono Cristiano, Socialista y Solidario, incluyendo al presupuesto el monto correspondiente a maestros.⁶ Además se aprueba la contratación en 2016 de nuevo personal para el Ministerio de Educación, para el Ministerio de Salud, policías, ejército y el Sistema Penitenciario Nacional, entre otros.
- **Entre otras políticas** se garantizan los recursos presupuestarios para la seguridad ciudadana y defensa nacional, lucha contra el narcotráfico, el fortalecimiento de la administración de la justicia y la integridad territorial, el cumplimiento de las obligaciones por servicio de la deuda pública interna y externa, los aportes y contribuciones a organismos internacionales y el financiamiento de los gastos operativos para las elecciones nacionales.
- **La política de Financiamiento** establece continuar maximizando los recursos semi-concesionales, con el fin de asegurar el financiamiento del déficit del Gobierno Central. Dichos fondos, provendrán principalmente de los organismos multilaterales en la parte externa y a través de Bonos de la República de Nicaragua (BRN) en lo que corresponde a la parte interna. Asimismo, en la parte interna, se dispondrá de recursos por efecto de la Ley de Variación de la Tarifa de Energía Eléctrica al Consumidor, cuyo fondo está destinado para programas de combate a la pobreza. En junio de 2015, el país cumplió tres años de tener un ingreso per cápita superior a US\$ 1,215 por lo cual el Banco Mundial lo clasificó como IDA GAP lo que conlleva un incremento en el techo de recursos aunque en

⁶ Bono mensual de 1.000 Córdobas para los empleados públicos que ganan menos de C\$7.500, sobre una base poblacional fija.

términos menos concesionales. De igual manera, el Banco Interamericano de Desarrollo ha incrementado su cuota de asignación al país pero en términos menos concesionales. El Plan Anual de colocaciones será consistente con la Estrategia Nacional de Deuda Pública de mediano plazo que se formulará para los próximos años.

Adicionalmente, se continuará la política de emisión de instrumentos estandarizados y desmaterializados. Esto último contribuye a darle mayor liquidez a los instrumentos emitidos durante el año. Por otro lado, se mantendrá comunicación fluida con los inversionistas con el fin de ampliar la base de inversores en los instrumentos gubernamentales. La meta para 2016, se ha establecido en US\$ 100.0 millones, aproximadamente. Se estima que para cumplir con dicha meta se pondrán a disposición Bonos de la República de Nicaragua con vencimientos entre 3 y 7 años plazo.

Sobre la base de la información previa, se han formulado proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el cierre de 2015 y el periodo 2016-2019. Además se proyectaron las cifras para 2020-2035 con el propósito de realizar el análisis de sostenibilidad de la deuda pública. Se debe destacar que estas proyecciones son conservadoras y no consideran los megaproyectos como el Gran Canal Interoceánico, la Refinería Supremo Sueño de Bolívar y el proyecto hidroeléctrico Tumarín, los cuales dinamizarían aún más la actividad económica y la generación de empleo.⁷

Los principales resultados de las proyecciones muestran mejoras en el ritmo de la actividad económica y disminución de los desequilibrios macroeconómicos (Cuadro 8).

- El crecimiento estimado al cierre de 2015 es de 4.3%. El crecimiento proyectado en 2016 es del 4.5%, ligeramente superior al estimado para 2015 (4.3%) y adquiriría una mayor dinámica en los siguientes años con un promedio anual 2016–2019 de 4.8% para estabilizarse en 5.0% en el resto del periodo de proyección en línea con las estimaciones del PIB potencial. Desde la perspectiva de la oferta, este desempeño se basa en el dinamismo de la construcción; explotación de minas; el desarrollo del comercio, hoteles y restaurantes; y la industria manufacturera. Por el gasto, la demanda interna es el principal determinante del crecimiento. Esta aceleración en el mediano plazo es conservadora, ya que en promedio en los últimos cinco años Nicaragua alcanzó un crecimiento de 4.8%, en un contexto externo e interno menos favorable que el que se estima para los próximos años.
- La inflación acumulada alcanzaría en 2015 a 4.0% apoyada por el descenso de la inflación importada y mantendría una tendencia levemente creciente en los próximos años hasta estabilizarse en 7.0% acorde con la tasa de deslizamiento y una estimación de la inflación importada. El deflactor del PIB mantendría una

⁷ El análisis de riesgos macroeconómicos a nivel interno se realiza en la sección D.1

variación mayor por efecto de términos de intercambio favorables, determinando un mayor crecimiento del PIB nominal. La depreciación se estabilizaría en 5.0%, igual a la tasa de deslizamiento del tipo de cambio de los últimos años.

- Junto con el mayor ritmo de actividad económica, el dinero, crédito y depósitos tendrían también un mayor dinamismo, pero manteniéndose en niveles prudentes acordes con el objetivo de mantener una inflación controlada.

Cuadro N° 8: Proyecciones macroeconómicas

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2035	2016-19	2020-35
Porcentaje anual de cambio, salvo otra indicación											
Producción y precios											
PIB real	5,1	4,5	4,7	4,3	4,5	4,7	4,9	5,0	5,0	4,8	5,0
Incidencia de la demanda interna (pp)	3,8	4,0	3,2	13,7	5,0	6,0	5,7	5,8	4,7	5,6	5,1
Inflación	6,6	5,7	6,5	4,0	5,8	6,5	7,0	7,0		6,6	
Tipo de cambio fin de periodo (C\$/1USD)	24,1	25,3	26,6	27,9	29,3	30,8	32,3	33,9	74,1	31,6	52,7
Depreciación	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
PIB (mill. C\$ corrientes)	246.306	268.261	306.461	329.360	364.240	405.386	454.339	509.859		433.456	
PIB (mill \$us)	10.461	10.851	11.806	12.084	12.726	13.490	14.399	15.389	47.137	14.001	29.094
Porcentaje del PIB anual, salvo otra indicación											
Sector público consolidado											
Ingreso Total	25,0	24,9	25,0	26,8	27,5	27,3	27,3	27,2	27,7	27,3	27,6
d/c Donaciones	1,4	1,0	1,1	1,4	1,4	1,3	1,1	0,9	0,8	1,2	0,9
Erogación total	25,4	26,1	26,7	29,5	29,9	29,7	29,5	29,1	29,6	29,5	29,7
Superávit o déficit después de donaciones	-0,4	-1,3	-1,7	-2,7	-2,4	-2,4	-2,2	-1,9	-2,0	-2,2	-2,1
Gobierno Central											
Ingreso Total	17,8	17,4	17,5	18,3	18,8	18,6	18,4	18,2		18,5	
d/c Donaciones	1,2	1,0	1,0	1,1	1,4	1,2	1,0	0,8		1,1	
Erogación total	17,2	17,3	17,8	19,1	19,8	19,6	19,2	18,9		19,4	
Superávit o déficit después de donaciones	0,5	0,1	-0,3	-0,8	-1,0	-1,0	-0,7	-0,7		-0,9	
Balanza de pagos											
Cuenta corriente	-10,6	-11,1	-7,1	-7,8	-7,6	-7,3	-7,0	-6,9	-4,6	-7,2	-5,3
Exportaciones de bienes y servicios	53,3	50,7	50,3	47,7	47,8	48,4	49,0	49,3	45,7	48,6	48,1
Importaciones de bienes y servicios	73,4	71,5	67,0	64,7	63,9	64,4	64,5	64,5	54,9	64,3	59,4
Transferencias corrientes netas total	12,5	12,6	12,2	12,3	12,1	11,9	11,6	11,3	5,9	11,7	8,1
Transferencias oficiales	2,2	2,0	1,3	1,4	1,4	1,2	1,1	1,0	0,3	1,2	0,6
Remesas de trabajadores	9,7	9,9	9,6	9,9	9,8	9,7	9,6	9,4	5,5	9,6	7,3
Inversión extranjera directa	7,3	7,5	7,5	7,2	7,0	6,9	6,7	6,5	2,5	6,8	4,1
Financiamiento excepcional	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reservas brutas (flujos, negativo = incremento)	0,1	-0,9	-2,4	-1,2	-0,8	-1,0	-1,0	-1,3	-1,4	-1,0	-1,3
Nota:											
Cifras proyectas 2015-2035											
Las proyecciones de 2016 se basan en el PGR-2016 y las proyecciones 2017-2019 en el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2016-2019 incluyendo actualizaciones realizadas por el equipo técnico nacional. Las proyecciones 2020-2035 corresponden a estimaciones realizadas por el equipo técnico nacional.											
La diferencia en las cifras fiscales entre la ejecución y este cuadro se debe a que el primero considera cifras del SPNF, mientras que para las proyecciones y el análisis de sostenibilidad se trabajó con el sector público consolidado											

- Se estima una disminución gradual del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos luego del incremento en 2015 por el impulso en las inversiones y el efecto del descenso de algunos precios de exportación. El déficit disminuiría de un promedio de 9.9% del PIB en 2010-14, a un 7.2% del PIB en promedio para 2016-2019 y a 5.3% del PIB en promedio para 2020-2035, determinado principalmente por la disminución de las importaciones de petróleo a medida que los grandes proyectos de energía renovable empiecen a operar. Esta estrategia apoya los descensos en el déficit de la cuenta corriente en el periodo de proyección.
- Las estimaciones de los precios de venta de los principales productos de exportación que se incluyeron en las proyecciones son conservadoras, se estiman leves repuntes del precio del café, azúcar y oro a partir de 2017; mientras que el precio de la carne de res se mantendría estable y del camarón presentaría un leve descenso (Cuadro 9). Asimismo, el precio del petróleo, principal producto de importación, registraría una leve recuperación a partir de 2017

Cuadro N° 9: Precios efectivos de los principales productos de exportación

Año y mes	Petróleo (WTI) dólares x barril	Café (Mild Arabicas) dólares x lbs	Azúcar dólares x lbs	Carne dólares x lbs	Camarón 1/ Talla 61-70 Talla 16-20		Oro dólares x onzas troy
					dólares x lbs		
2015	57,45	1,69	0,16	2,24	2,48		1.160,47
2016	56,04	1,45	0,16	2,12	2,43		1.142,81
2017	61,68	1,56	0,18	2,12	2,38		1.156,35
2018	66,59	1,62	0,19	2,12	2,33		1.172,56
2019	69,19	1,62	0,19	2,12	2,28		1.192,50

Fuente: Proyecciones Banco Central de Nicaragua

- El déficit del Gobierno Central, de acuerdo al Marco Fiscal de Mediano Plazo 2016 – 2019, luego de un incremento en 2016 (1.0% del PIB) por la mayor inversión pública y los gastos que demandaran el proceso eleccionario, presenta disminuciones graduales hasta ubicarse en 0.7% del PIB en 2019. Por su parte, el déficit del sector público consolidado disminuye sostenidamente de 2.7% del PIB en 2015 a 1.9% del PIB en 2019 por mejores resultados en el Gobierno Central complementado también por los resultados del resto del sector público, esta tendencia continuaría cerrado el periodo de proyección con un déficit de 1.7% del PIB. En promedio, en el periodo 2020-2035 el déficit sería del 2.1% del PIB, levemente inferior al alcanzado en el periodo 2016-2019 (2.2% del PIB).
- En efecto, el PGR-2016 presenta un incremento del 14.4% con relación al presupuesto modificado de 2015 debido a los factores ya señalados (Cuadro N° 10). El 57% del monto total de gasto está orientado a fines sociales, reafirmando la voluntad de continuar con la reducción de la pobreza.

Cuadro N° 10: Distribución de los Recurso 2015-2016
(Millones de Córdoba)

Concepto	Presupuesto	Proyecto	Variación
	Modificado	Presupuesto	
	2015	2016	
Gasto Social	35.678	40.686	14,0
Educación	14.778	17.175	16,2
Ministerio de Educación	10.421	12.272	17,8
Universidades	4.083	4.647	13,8
Resto	274	256	-6,5
Salud	11.445	13.060	14,1
Ministerio de Salud	10.923	12.968	18,7
Resto	522	92	-82,3
Servicio Social y Asistencia Social	1.758	1.934	10,0
Viviendas y Servicios Comunitarios	7.178	7.840	9,2
Transferencias a las Municipalidades	5.268	5.895	11,9
Resto	1.911	1.945	1,8
Servicios Recreativos, Culturales y deportivos	518	677	30,6
Administración Gubernamental	5.503	6.487	17,9
Defensa, Orden Público y Seguridad	8.025	9.089	13,3
Servicios Económicos	10.135	11.588	14,3
Deuda Pública, Intereses y Gastos	3.535	4.097	15,9
Total Gasto	62.876	71.946	14,4

FUENTE: Presupuesto General de la República 2016

- El Presupuesto General de Ingresos 2016 alcanza C\$63,313 millones, y representa el 88.0% del gasto. El 93.1% de los ingresos provienen de recaudaciones tributarias. En los ingresos no tributarios destacan el tributo especial a los combustibles del FOMAV y los derechos de explotación minera. El monto toma en consideración las devoluciones del IVA por el subsidio a la tarifa social de energía para consumidores de menos de 150 kwh y las devoluciones de IVA que se originan para otras actividades.
- El resultado positivo en las proyecciones de ingresos se basa en los supuestos de dinamismo económico y en los resultados de las diferentes medidas tributarias que se han implementado con la entrada en vigencia de la Ley de Concertación Tributaria (LCT). La recaudación del IR (Impuesto a la Renta) aumenta debido al nuevo ajuste en la base de cálculo y por el rendimiento en la separación de las rentas del trabajo con respecto a las actividades económicas de las ganancias y pérdidas de capital.
- Las donaciones externas se proyectan de acuerdo a las cartas de intención con los organismos donantes, previéndose mayores afluencias de estos recursos para el año 2016 y 2017, al estimar 1.4 y 1.2% del PIB respectivamente.

- El Presupuesto de inversión Pública 2016 (PIP-2016) de todo el sector público es de C\$20,059 millones y del sector de energía eléctrica es de C\$3,000 millones, es decir 14.9%. Por su parte, el PIP del Gobierno Central asciende a C\$16,619 millones y el sector energía tiene asignado C\$1,148 millones (6.9%). Estas asignaciones reflejan la importancia que se asigna a la reducción de la dependencia de las importaciones de petróleo.

B.3. Perspectivas de fuentes de financiamiento

La cartera de deuda pública del Gobierno Central a diciembre de 2015 (cifras estimadas) incluye un 79.0% de deuda externa y 21.0% de deuda interna. Los acreedores con condiciones de financiamiento concesionales representan el 58.2% de la deuda total.

Como resultado del incremento del PIB per cápita, mayor a US\$ 1,215, el Banco Mundial realizó en julio 2015 el cambio de categoría de IDA (con acceso a recursos solamente concesionales) a IDA –GAP (con acceso a recursos menos concesionales pero en condiciones favorables). Lo anterior significa que el país tendrá acceso a recursos que no estarán sujetos a la política del límite de concesionalidad, y por lo tanto se accederán a recursos menos concesionales, aunque siempre en condiciones favorables.

En consecuencia acreedores como el BID han cambiado su composición en términos de asignación de recursos. De 2007 a 2015 las asignaciones del BID estaban compuestas en un 50.0% por recursos del Fondo de Operaciones Especiales (FOE) y 50.0% de Capital Ordinario (CO), actualmente se contempla 40.0% FOE y 60.0% CO. Asimismo, las asignaciones anuales que antes eran de US\$ 191 millones, ahora serán de US\$ 250 millones. En el futuro se prevé que la composición del BID cambie a 30.0% FOE y 70.0% CO.

Durante los últimos años Nicaragua ha contratado créditos con acreedores bilaterales y se espera que nuevas fuentes de financiamiento se presenten, mientras tanto se continua realizando contrataciones con acreedores como Japón (US\$ 17.2 millones), India (US\$ 36.2 millones), Kuwait (US\$ 30.0 millones), Italia (US\$ 8.5 millones) y Austria (US\$ 6.1 millones).

Con relación al desarrollo de mercado doméstico se pretende contar con fuentes alternativas de financiamiento. Para este fin, se tomarán las siguientes acciones: emitir valores estandarizados y desmaterializados, emitir un solo tipo de valor para cualquier tipo de deuda, cubrir los plazos de la curva de rendimiento, aumentar la base de inversionistas y mejorar la comunicación con los participantes del mercado.

C. ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD DE DEUDA

La evolución reciente muestra que los coeficientes de endeudamiento público de Nicaragua han mejorado; en parte por el alivio de la deuda externa bajo la Iniciativa PPME e IADM⁸; pero principalmente debido a la prudencia fiscal que ha mantenido déficits fiscales moderados y trayectorias decrecientes de la deuda pública, al mismo tiempo que se ha dinamizado la actividad económica.

Sobre la base de los resultados del análisis de sostenibilidad de la deuda de Nicaragua y en términos de la calificación de riesgo con base en los criterios y metodología establecidos en el Marco de Sostenibilidad de Deuda, se concluye que el riesgo de experimentar problemas de sostenibilidad de la deuda pública externa es bajo, ya que en el escenario base y en las pruebas de tensión los indicadores no sobrepasan los umbrales. Asimismo, los ratios de deuda pública total continúan disminuyendo.

Estos resultados positivos suponen la continuidad de la prudente gestión fiscal observada durante los últimos años y los avances en la reforma de la seguridad social y la reducción de la dependencia de importaciones de petróleo que está fortaleciendo gradualmente la dinámica de las finanzas y de la deuda pública. En este contexto, complementado por el mayor dinamismo de la actividad económica, se espera que Nicaragua siga una trayectoria de deuda gradualmente decreciente.

Entre las principales vulnerabilidades se encuentran las obligaciones que podrían surgir de pasivos contingentes (por ejemplo, si la deuda privada es absorbida por el sector público); la elevada dolarización que, además de imponer limitaciones a la política monetaria y cambiara, implica mayores riesgos de tipo de cambio y costo a la deuda interna. Por tanto, se subraya la necesidad de: (i) construir reservas fiscales aprovechando el descenso de precios del petróleo y un shock externo favorable; (ii) reducir la dependencia del petróleo; (iii) concluir las negociaciones de alivio de deuda pendiente; (iv) mantenerse alerta a los riesgos de responsabilidad contingente y (v) estudiar alternativas para reducir la dolarización de la economía.

A continuación se presentan las consideraciones metodológicas y los principales resultados del análisis de sostenibilidad de deuda total y externa del sector público consolidado, realizado con las proyecciones para el periodo 2015-2035 y el uso de las plantillas por parte del equipo nacional con la colaboración del CEMLA.

C.1 Consideraciones Metodológicas

Para la elaboración del Análisis de Sostenibilidad de Deuda (ASD) se ha utilizado la metodología establecida en el Marco de Sostenibilidad de Deuda (MSD; o DSF por sus siglas en inglés) de las Instituciones de *Bretton Woods*. El ASD incluye dos componentes; el primero examina la sostenibilidad de la deuda pública total y el segundo la sostenibilidad de la deuda pública externa.

⁸ Países Pobres Muy Endeudados e Iniciativa de Alivio de Deuda Multilateral.

Otra característica de la metodología es que se consideran los umbrales indicativos de la carga de la deuda o de riesgo de sobreendeudamiento (parámetros por encima de los cuales la deuda externa alcanza niveles considerados insostenibles) para países con desempeño medio basado en la calificación CPIA promedio de 3 años.⁹ El cuadro 11 detalla los umbrales indicativos de la carga de la deuda pública externa.

Cuadro N° 11: Umbrales indicativos de la carga de la deuda pública externa

	Calidad de políticas e instituciones		
	Baja (CPIA ≤ 3.25)	Media (3.25 < CPIA < 3.75)	Alta (CPIA ≥ 3.75)
Valor Presente de la deuda como porcentaje de:			
- Exportaciones	100	150	200
- PIB	30	40	50
- Ingresos	200	250	300
Servicio de deuda como porcentaje de:			
- Exportaciones	15	20	25
- Ingresos	18	20	22

Por su parte los umbrales de sostenibilidad para la deuda total se definen principalmente para el ratio deuda a PIB (Cuadro 12), aunque el comportamiento de los diferentes ratios indica el riesgo al que se enfrenta el endeudamiento público total, dependiendo de la trayectoria ascendente o descendente de estos indicadores.

Cuadro N° 12: Umbrales indicativos de la carga de la deuda pública total

Calidad de Políticas e Instituciones	Valor Presente de la Deuda Pública Total respecto del PIB
Débiles (CPIA≤3.25)	38
Medias (3.25<CPIA<3.75)	56
Fuertes (CPIA>=3.75)	74

⁹ El marco de sostenibilidad de la deuda del FMI-Banco Mundial (DSF) utiliza umbrales de deuda externa dependientes de las políticas, basados en el principio de que los niveles de deuda que los países de bajos ingresos pueden sostener son influenciados por la calidad de sus políticas e instituciones. Estos aspectos son evaluados por el índice de política y evaluación institucional (CPIA por sus siglas en inglés) compilado por el Banco Mundial. El DSF divide los países en tres categorías de desempeño: fuerte (CPIA ≥ 3.75), medio (3.25 < CPIA < 3.75) y débil (CPIA ≤ 3.25). Para determinar la clasificación del país, se utiliza el promedio móvil de las calificaciones de los tres años anteriores al año evaluado. El ratio actual de Nicaragua es 3,72 (promedio de 3 años 2011-13).

Los ejercicios incluyen una tasa de descuento del 5.0% y no consideran las remesas de los trabajadores en los indicadores del valor presente debido a que los cocientes de remesas/PIB y remesas/exportaciones de bienes y servicios son, en promedio para los últimos tres años, 9.7% y 19.5% respectivamente.¹⁰

El ASD contempla el escenario base (con los supuestos macroeconómicos base), escenarios estandarizados alternativos (que incluyen variaciones permanentes en variables macroeconómicas) y pruebas de estrés estandarizadas (que incorporan variaciones temporales en variables macroeconómicas). Estas pruebas de estrés sirven para determinar la vulnerabilidad de la deuda pública ante shocks externos y evaluar la sostenibilidad de la trayectoria de la deuda pública. En particular, se considera un escenario alternativo de nuevo financiamiento externo en condiciones menos favorables y pruebas de estrés estandarizadas que contemplan los siguientes shocks: (i) depreciación nominal de la moneda nacional del 30.0% en el primer año al inicio del período de proyección; (ii) disminución del crecimiento del PIB y (iii) disminución del crecimiento de las exportaciones; entre otros.

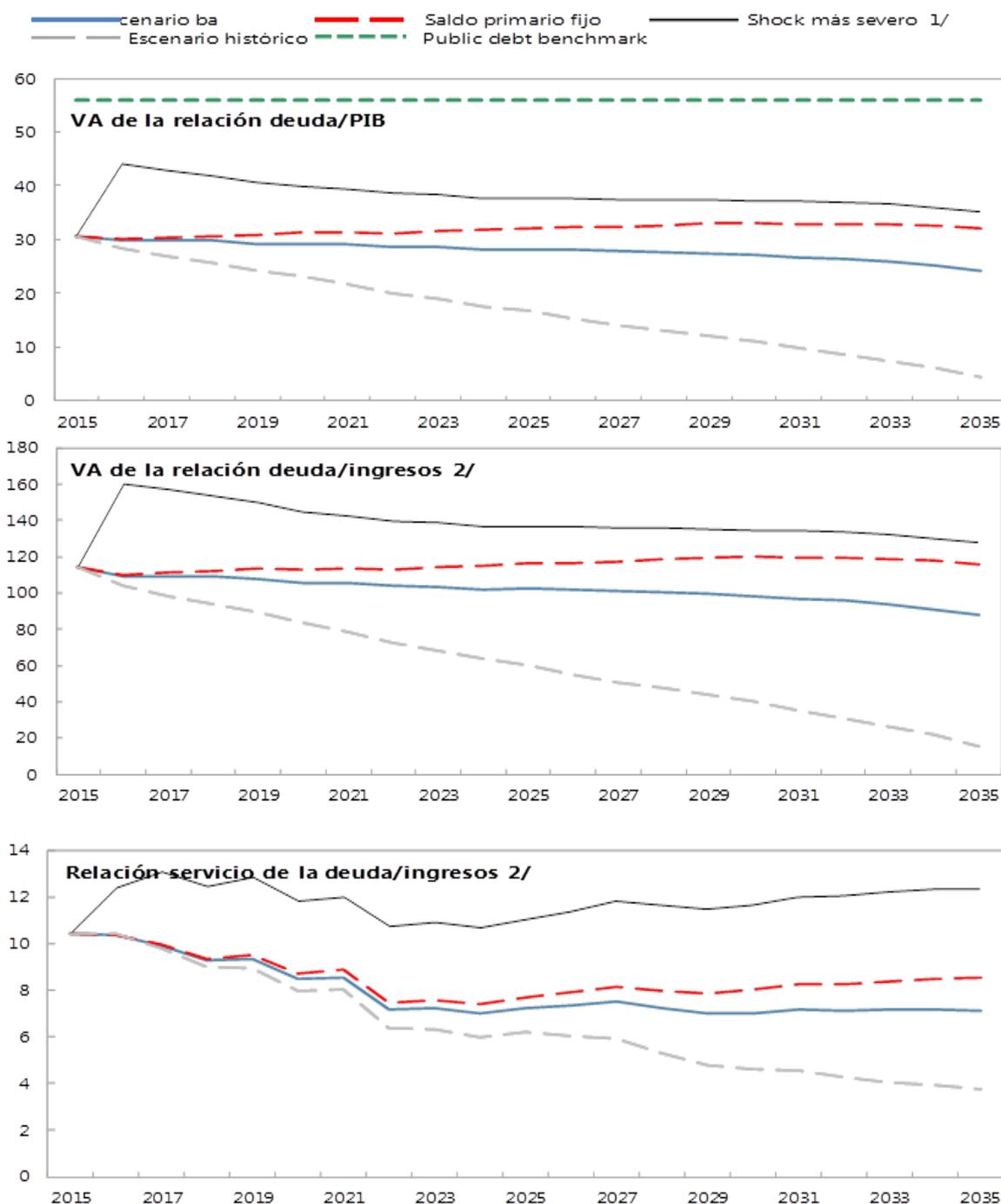
C.2 Resultados del Análisis de Sostenibilidad de la deuda pública total

El análisis de sostenibilidad de deuda indica que los ratios de deuda pública total continúan disminuyendo y no sobrepasan los umbrales tanto en el escenario base como en las pruebas de tensión. Los coeficientes de valor presente de la deuda respecto al PIB e Ingresos presentan una trayectoria decreciente en el periodo de proyección, alejándose de los umbrales de insostenibilidad. Estas mejoras se deben al incremento del PIB nominal, al alivio de la deuda externa bajo la Iniciativa PPME e IADM y a una política de endeudamiento prudente tanto en los niveles de contratación de nuevos préstamos como en términos de su concesionalidad. Asimismo, destaca la disminución del déficit y el repunte en el crecimiento económico proyectado para el país que supera el desempeño experimentado hasta ahora.

Los indicadores de la deuda pública total muestran una mejora paulatina durante todo el periodo analizado. El principal indicador de solvencia, valor presente de deuda sobre PIB, se reduce de un nivel del 30.6% en el año base (2015) a un nivel del 29.2% en el 2019 y continúa mejorando hasta alcanzar un ratio de 24.3% al final del periodo de proyección en 2035. El indicador correspondiente al valor presente de deuda sobre el ingreso fiscal pasa de un nivel de 114.4% en 2015 hasta 107.5% en 2019 y continúa mejorando hasta alcanzar 87.8% en el año 2035. Por su parte, el indicador de liquidez, servicio de deuda sobre ingresos fiscales disminuye de 10.4% en 2015 a 8.8% en 2019 y a 7.1% en 2035 (Gráfico 9 y Anexo 1).

¹⁰ La directriz del Banco Mundial y del FMI es de realizar el DSA con remesas cuando los cocientes de remesas/PIB y remesas/exportaciones de bienes y servicios están por encima de los umbrales establecidos en 10% y 20%, respectivamente.

Gráfico N° 9: Principales indicadores de solvencia y liquidez de la deuda pública.



Fuentes: Autoridades nacionales; y estimaciones y proyecciones del personal técnico del país.
1/ La prueba de tensión más severa es la que arroja la mayor relación en 2023 o antes.
2/ La definición de ingresos incluye donaciones.

La sostenibilidad de la deuda pública se mantiene también en los dos escenarios alternativos. Por su parte, las pruebas de estrés estandarizadas indican que una depreciación de la moneda nacional del 30.0% en 2016, aumentaría el VP de la deuda pública a 44.0% del PIB en ese año, retomando una tendencia decreciente hasta alcanzar 35.0% del PIB en 2035. Como porcentaje de los ingresos el VP pasaría de 114.4% en 2015 a 160.2% en 2016, descendiendo a 127.3% en 2035.

Como porcentaje de los ingresos, el VP del servicio de la deuda aumentaría de 10.4% en 2015 a 12.3% en 2016, con un incremento adicional del 13.1% en 2017, para descender hasta 12.3% en 2035.

Estas pruebas de estrés muestran que aún en el caso del escenario con el shock más severo, los indicadores de solvencia y liquidez de la deuda pública total no sobrepasarían los umbrales de sostenibilidad. Sin embargo, cabe destacar que en las pruebas de tensión el escenario más severo resulta de la depreciación de la moneda nacional. Esto es así debido a la particularidad de la deuda pública interna que se encuentra denominada en moneda extranjera, lo que la hace particularmente vulnerable a los shocks de tipo de cambio.¹¹

C.3 Resultados del Análisis de Sostenibilidad de la deuda pública externa

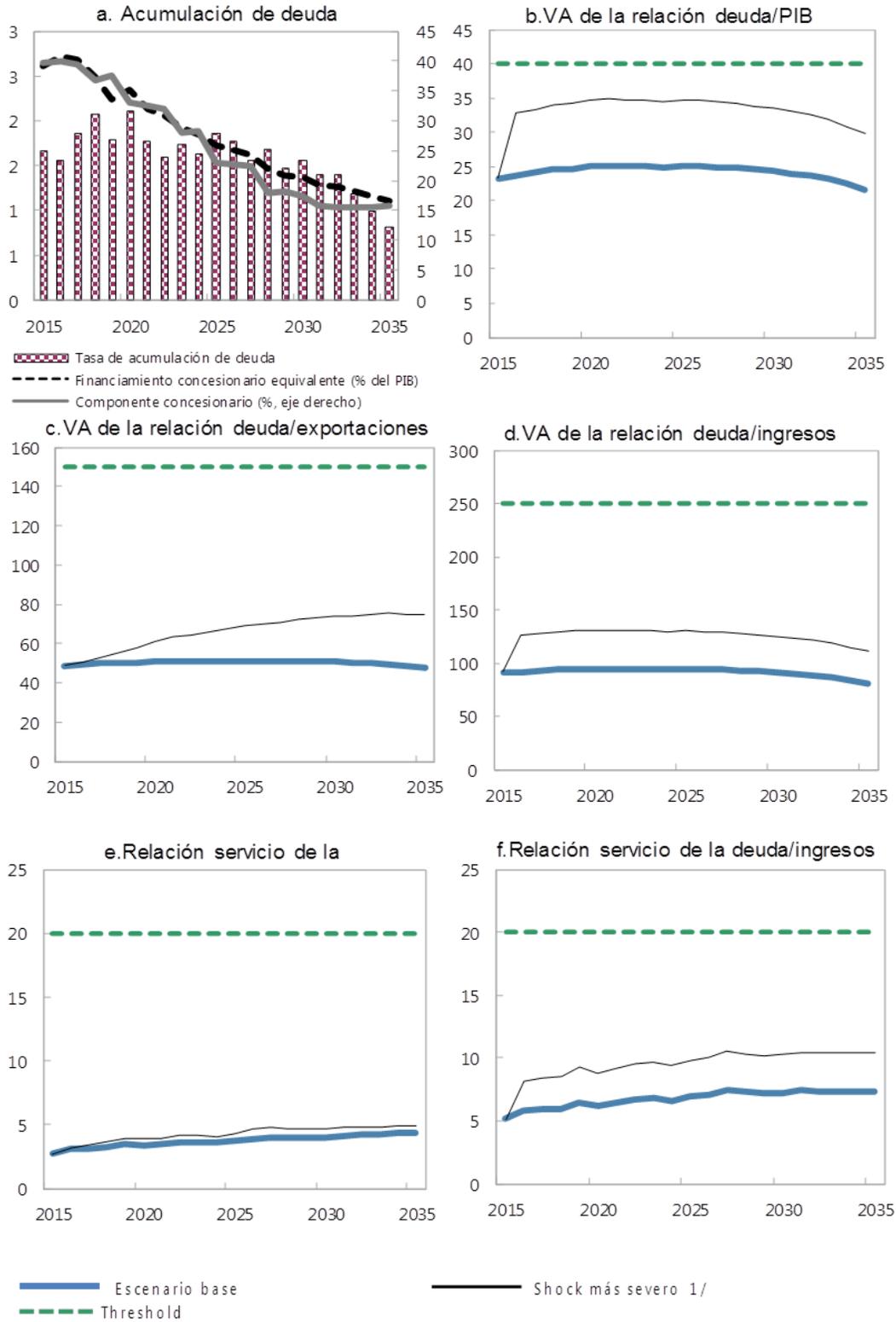
El análisis de sostenibilidad de la deuda externa del sector público consolidado indica que el riesgo de insostenibilidad es bajo. Los indicadores de solvencia en el escenario base se mantiene por debajo de los umbrales, situación que persiste en las diferentes pruebas de tensión¹² (Gráfico 10 y Anexo 1).

En el escenario base el VP de la deuda pública externa respecto al PIB aumenta de 23.3% en 2015 a 25.1% en 2025 y, posteriormente, disminuye hasta 21.6% en 2035. Asimismo, el ratio de VP de la deuda a exportaciones sube de 48.7% en 2015 hasta 51.2% en 2025 para descender hasta 47.4% en 2035. Lo mismo ocurre con el ratio de deuda a ingresos que de 91.6% en 2015 baja a 80.4% en 2035. En general, los indicadores de sostenibilidad de la deuda externa en el escenario base se mantiene muy por debajo de los umbrales, esto es resultado, además de lo señalado para la deuda total, de la concesionalidad de la cartera de la deuda desembolsada aun cuando se proyecta una disminución gradual en el mediano y largo plazo de los préstamos altamente concesionales.

¹¹ Nótese que si bien el riesgo de tipo de cambio es el más relevante en las pruebas estandarizadas, ya que el total de la deuda de Nicaragua está denominada en moneda extranjera, de acuerdo al equipo técnico no es un riesgo relevante debido a la política de depreciación basada en una tasa fija de deslizamiento que da mucha predictibilidad a los movimientos cambiarios. Además, se señala que la política cambiaria es sólida y está respaldada por las reservas internacionales que se ha venido fortaleciendo y se prevé que continúen haciéndolo.

¹² No se considera el escenario histórico porque extrapola un desempeño promedio de 10 años, el cual incluye un periodo de shocks macroeconómicos significativos (crisis financiera internacional 2008-2009, alta dependencia y elevados precios del petróleo, situación superada consistentemente en los últimos años) y todavía un alto nivel de endeudamiento que fue resuelto a través de renegociación y alivio de deuda.

Gráfico N° 10: Indicadores Clave de deuda Externa 2015-2035



Asimismo, los ratios de servicio de la deuda externa, que constituyen medidas de liquidez sobre la capacidad de atender los pagos que representa dicha deuda, se mantienen entre 2.7% y 3.9% de las exportaciones y alrededor del 6.0% de los ingresos fiscales, en ambos casos por debajo de los umbrales (20.0% cada uno). En síntesis, todos los indicadores de solvencia y liquidez de la deuda externa en el escenario base muestran niveles sostenibles en el periodo analizado (Cuadro 13).

Cuadro N° 13: Ratios de deuda en el escenario base 2015-2035

Concepto	Umbral	2015	Promedio	
			2016-2019	2020-2035
Indicadores de Deuda Externa Pública				
VP-Deuda/PIB	40	23,3	24,2	24,3
VP-Deuda/Exportación	150	48,7	49,8	50,5
VP-Deuda/Ingreso	250	91,6	92,6	91,0
Servicio de Deuda-Exportaciones	20	2,7	3,2	3,9
Servicio de Deuda-Ingreso	20	5,1	6,0	7,0
Indicadores de Deuda Pública				
VP-Deuda/PIB		30,6	30	27
VP-Deuda/Ingreso		114,4	109	99
Servicio de Deuda del Ingreso		10,4	9,7	7,3

Bajo pruebas de estrés estandarizadas, cuando el escenario base es sometido a un shock de depreciación nominal de 30.0% de la moneda nacional, el VP de la deuda pública externa con respecto al PIB sube a 32.8% en 2016, alcanzando su valor más alto en 2025 (34.6%) para luego descender de forma paulatina a 29.7% en el año 2035. Lo mismo ocurre con los indicadores de VP de la deuda pública externa con respecto a exportaciones e ingresos, los ratios se mantiene por debajo de los umbrales, indicando que la deuda externa es sostenible incluso en un escenario de estrés como el señalado.

D. ANÁLISIS DE ESTRATEGIAS DE DEUDA DE MEDIANO PLAZO

D.1 Riesgos macroeconómicos

A continuación se detallan los riesgos más relevantes vinculados al desempeño macroeconómico. Estos riesgos provienen tanto del ámbito externo como interno.

En el ámbito externo las perspectivas de crecimiento mundial y regional están sesgadas a la baja. Como se ha señalado en la sección B.2, las principales incertidumbres se relacionan con la magnitud de la ralentización de China, la cuantía y la fecha en que se inicien las alzas de las tasas de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos, la inquietud acerca de un estancamiento prolongado en el crecimiento mundial y un descenso mayor en los precios de las materias primas. Este panorama plantea el riesgo de retrocesos en los avances logrados en los últimos años en cuanto a la reducción de la pobreza y la desigualdad, lo que podrían afectar de manera más drástica a América Latina, principalmente a los países exportadores de materias primas.

En lo que se refiere a Nicaragua, un crecimiento más débil de Estados Unidos afectaría al país por los vínculos comerciales, las remesas y el turismo.¹³ Asimismo, el alza de los precios del petróleo afecta a sus perspectivas ya que es un importador neto de combustibles y derivados.

Los riesgos a la baja para las perspectivas de Nicaragua son, principalmente, una desaceleración no prevista de Estados Unidos y la Zona del Euro con impactos negativos en las exportaciones y remesas de trabajadores, descensos de precios de los principales productos de exportación (café, carne, oro y azúcar) e incrementos abruptos en los precios del petróleo lo que puede tener implicaciones adversas en las cuentas externas y fiscales y cambios imprevistos en las condiciones o niveles bajo el esquema de colaboración con Venezuela. Asimismo, pronunciadas alzas de las tasas de interés internacionales puede impactar adversamente en la inversión y encarecer el financiamiento externo.

A nivel interno, el principal riesgo radica en posibles afectaciones de condiciones climáticas irregulares que podrían producirse, lo cual limitaría el crecimiento económico y aumentaría las presiones inflacionarias.

Como importador neto de petróleo, el entorno externo actual brinda a Nicaragua la oportunidad de consolidar las cuentas fiscales y reforzar su régimen monetario a fin de anclar mejor las expectativas de inflación. El espacio generado por la caída de los precios de los combustibles puede utilizarse para continuar ajustando la trayectoria de la deuda pública y afianzar el sector financiero. La desaceleración de la inversión en la región y el alza de las tasas de interés en EUA es manejable en contextos de políticas

¹³ Las remesas de trabajadores representan 9,7% del PIB y 22,5% de las exportaciones de bienes y servicios en promedio durante 2012-2014.

sólidas, es fundamental fortalecer el espacio fiscal, afianzar el crecimiento y la productividad.

Una consideración estructural es el alto grado de dolarización que limita la eficacia con la que se puede responder a los shocks externos. El impacto favorable del contexto externo, puede brindar una oportunidad para reducir la tasa de deslizamiento del tipo de cambio; generando, adicionalmente a los efectos favorables en la inflación, una preferencia por las operaciones en Córdobas y la consecuente desdolarización del sistema financiero. Los riesgos y sus implicaciones en la gestión de la deuda pública se resumen en el cuadro 14.

Cuadro N° 14: Principales riesgos macroeconómicos e implicaciones para la gestión de deuda pública.

Factores Macroeconómicos	Exposición al Riesgo	Implicación para la Gestión de la Deuda
<p style="text-align: center;">Sector Real</p> <ul style="list-style-type: none"> • Fenómenos naturales que afecten a la oferta • Desaceleración de las economías de los principales socios comerciales con implicaciones en la demanda 	Bajo	Afecta al clima de la economía en general y dificulta el acceso al financiamiento. Deteriora los ratios de deuda respecto al PIB.
<p style="text-align: center;">Balanza de Pagos</p> <ul style="list-style-type: none"> • Desaceleración no prevista de Estados Unidos y la Zona del Euro con impactos negativos en las exportaciones y remesas de trabajadores. • Pronunciada alza de las tasas de intereses internacionales y salidas de capitales de la región, con los consecuentes impactos en la inversión y el encarecimiento del financiamiento externo. • Descensos de precios de los principales productos de exportación (carne, azúcar, oro y café) y alzas de precios del petróleo y combustibles. 	Medio	Menor liquidez en moneda extranjera y costos más altos del financiamiento externo dificulta el servicio de deuda externa y el acceso a mercados internacionales de capital. Asimismo, los indicadores de solvencia y liquidez que incluyen a las remesas, pueden verse deteriorados.
<p style="text-align: center;">Sector Fiscal</p> <ul style="list-style-type: none"> • Cambios imprevistos en las condiciones y/o los niveles a apoyo de Venezuela bajo el esquema de colaboración. • La concreción de los impactos de las medidas fiscales en menor magnitud que la estimada (por ejemplo, recaudaciones). 	Medio	Menores resultados fiscales determinan la necesidad de mayor financiamiento y también mayores dificultades para el acceso, tanto en el ámbito interno como externo.
<p style="text-align: center;">Sector Monetario - Financiero</p> <ul style="list-style-type: none"> • La dolarización que limita la eficacia de la política monetaria y cambiaria. 	Bajo	La dolarización limita la eficacia de las respuestas a shocks externos y aumenta la vulnerabilidad en la deuda interna por los descalces de los deudores del SF con ingresos no vinculados a exportaciones.

D.2 Estrategias analizadas

Durante el Taller se analizaron tres estrategias de composición de deuda: la primera, plantea mantener las políticas actuales; la segunda, contratar préstamos externos menos concesionales; y la tercera, incentivar el desarrollo de mercado interno, manteniendo los mismos supuestos de deuda menos concesional que la segunda.

D.2.1 Estrategia 1: Políticas actuales

La estrategia 1, planteada para el período 2016-2019, refleja la composición de la cartera de deuda durante los últimos años, en la que la deuda externa ha representado el 70.0% y la interna 30.0% en promedio. En ésta, los acreedores que manejan términos concesionales representan el 33.8% para el promedio de los 4 años. En el cuadro 15 se puede observar la estructura que tendrá la nueva deuda durante los próximos 4 años.

Cuadro N° 15: Estrategia 1

Estrategia 1	2016	2017	2018	2019
Existing and New AfDF/Existing IDA	7.40%	9.10%	5.60%	7.60%
BCIE	11.00%	17.10%	19.40%	21.40%
BID_Fija	25.30%	19.20%	17.10%	16.60%
BID_Variable	20.90%	18.50%	17.10%	19.60%
Bilaterales_Fija	0.50%	2.10%	3.90%	2.10%
Multilaterales_Fija	4.90%	4.00%	6.90%	2.70%
Bilaterales_Variable	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Multilaterales_Variable	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Bono Soberano	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
DI_Existente	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BRN 1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BRN 3	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%
BRN 5	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%
BRN 7	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
BRN 10	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

El principal acreedor externo es el BID, que abarca el 46.0% de la cartera total de deuda el primer año, y el 36.0% en promedio para los próximos 3 años. En cuanto a los otros acreedores externos se contemplan préstamos del BCIE, IDA, y de acreedores bilaterales y multilaterales a tasas de interés fijas. En esta estrategia también se da más importancia a los instrumentos de mercado interno de 3 y de 5 años, que son los más demandados actualmente.

D.2.2 Estrategia 2: Financiamiento externo menos concesional

La estrategia 2 (período 2016-2019) plantea una situación realista para Nicaragua, ya que contempla un escenario de deuda menos concesional, conservando la proporción de deuda externa e interna en 70.0% y 30.0%, respectivamente. Recientemente el Banco Mundial modificó la categoría de IDA a IDA-GAP para Nicaragua, lo que implicará que el país tendrá acceso a recursos que no estén sujetos al límite de concesionalidad (35.0% anteriormente). Como resultado de lo anterior, acreedores multilaterales como el BID, y bilaterales como Japón, cambiaron las condiciones de financiamiento. Esta situación plantea nuevas oportunidades de financiamiento para Nicaragua, al mismo tiempo que costos más elevados, pero siempre en términos favorables.

Los acreedores con términos concesionales representarán el 32.9%, aunque es importante tener en cuenta que éstos reducirán la concesionalidad, como ya se mencionó anteriormente para el BID y el Banco Mundial. Como parte de la disminución en la concesionalidad se observa que el principal acreedor para esta estrategia, y el que aumenta más su participación en la cartera, es el BCIE. Respecto a los otros acreedores externos, estos continúan siendo los mismos que en la estrategia 1 (Cuadro 16).

Cuadro N° 16: Estrategia 2

Estrategia 2	2016	2017	2018	2019
Existing and New AfDF/Existing IDA	5.60%	3.70%	2.30%	3.00%
BCIE	19.60%	16.40%	22.40%	21.70%
BID_Fija	10.30%	13.20%	12.40%	9.60%
BID_Variable	15.50%	19.80%	18.50%	14.30%
Bilaterales_Fija	11.30%	9.50%	9.80%	11.70%
Multilaterales_Fija	7.70%	7.40%	4.60%	9.70%
Bilaterales_Variable	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Multilaterales_Variable	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Bono Soberano	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
DI_Existente	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BRN 1	3.00%	3.00%	4.50%	4.50%
BRN 3	6.00%	6.00%	9.00%	9.00%
BRN 5	15.00%	15.00%	9.00%	9.00%
BRN 7	6.00%	6.00%	7.50%	7.50%
BRN 10	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

En el mercado de deuda interna también observamos un cambio en la composición. Lo que se intenta es desarrollar más los instrumentos de mediano plazo (como el de 5 años) y también comenzar a introducir al mercado instrumentos de 1 año, este último con el objetivo de hacer más atractivo el mercado interno para los inversionistas. La estructura de emisiones se determinó con base en el perfil de vencimientos de la deuda interna.

D.2.3 Estrategia 3: Desarrollo del mercado de deuda interna

La estrategia 3 considera el desarrollo de mercado interno y conserva las características planteadas en la estrategia 2, deuda menos concesional, y el desarrollo de los mismos instrumentos de deuda interna. En esta estrategia se plantea que la deuda externa cubra el 60.0% de las nuevas necesidades de financiamiento y la deuda interna el 40.0%. Los acreedores con términos concesionales representan el 28.2% en esta estrategia (cuadro 17).

Cuadro N° 17: Estrategia 3

Estrategia 3	2016	2017	2018	2019
Existing and New AfDF/Existing IDA	4.80%	3.20%	2.00%	2.60%
BCIE	16.80%	14.00%	19.20%	18.60%
BID_Fija	8.80%	11.30%	10.60%	8.20%
BID_Variable	13.20%	17.00%	15.90%	12.30%
Bilaterales_Fija	9.70%	8.10%	8.40%	10.00%
Multilaterales_Fija	6.60%	6.40%	4.00%	8.30%
Bilaterales_Variable	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Multilaterales_Variable	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Bono Soberano	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
DI_Existente	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BRN 1	4.00%	4.00%	6.00%	6.00%
BRN 3	8.00%	8.00%	12.00%	12.00%
BRN 5	20.00%	20.00%	12.00%	12.00%
BRN 7	8.00%	8.00%	10.00%	10.00%
BRN 10	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

D.3 Análisis de costo y riesgo

El costo de la deuda es constante en las tres estrategias si tomamos como indicador el valor nominal de la deuda como porcentaje del PIB (Cuadro 18). Para el indicador de valor presente, el costo aumenta en las estrategias 2 y 3, debido a la disminución de la concesionalidad de la deuda en ambos casos, y al desarrollo del mercado interno en el último. De igual forma, la tasa de interés implícita es algo más cara para las dos estrategias con respecto a la primera.

Respecto al costo de las estrategias, en comparación con el estado actual, éste disminuye para los indicadores deuda nominal como porcentaje del PIB, lo que se debe tanto a la menor tasa de crecimiento de la deuda total como al mayor crecimiento esperado del PIB. Como consecuencia, el indicador valor presente de la deuda también disminuye. En cuanto a la tasa de interés implícita se observa un incremento marginal, que va de 2.8% a 2.9% para la primera estrategia y a 3.0% para la segunda y tercera. Este aumento en la tasa de interés se debe a la disminución de fuentes concesionales en los tres casos, siendo más pronunciado el aumento en los últimos dos debido a la

diversificación de fuentes externas menos concesionales y a la diversificación de instrumentos en el mercado interno.

Cuadro N° 18: Indicadores de costo y riesgo

Indicadores de riesgo		2015	A finales de 2019		
		Actual	S1	S2	S3
Deuda nominal como % del PIB		32.0	28.6	28.6	28.6
Valor presente de la deuda como % del PIB		24.7	21.3	22.2	22.3
Pago de interés como % del PIB		0.9	0.8	0.8	0.8
Tasa de interés implícita (%)		2.8	2.9	3.0	3.0
Riesgo de refinanciamiento	Deuda a vencer en 1 año (% del total)	4.9	4.2	4.1	4.2
	Deuda a vencer en 1 año (% del PIB)	1.6	1.2	1.2	1.2
	TPV deuda externa (años)	16.3	14.6	14.1	14.1
	TPV deuda interna (años)	4.4	3.2	3.2	3.2
	TPV deuda total (años)	13.8	13.6	13.2	13.2
Riesgo de tasa de interés	TPR (años)	12.4	11.4	11.2	11.3
	Deuda a refijar en un año (% del total)	13.4	17.8	17.2	16.4
	Deuda a tasa fija (% del total)	91.5	86.4	87.0	87.8
Riesgo de tipo de cambio	Deuda en moneda extranjera (% del total)	100.0	100.0	100.0	100.0
	ST FX debt as % of reserves	2.9	3.6	3.6	3.6

Nota: TPV= Tiempo promedio al vencimiento, TPR= Tiempo promedio de refijación

D.3.1 Riesgo de refinanciamiento

En cuanto al riesgo de refinanciamiento, se observa que el tiempo promedio al vencimiento (TPV) es más alto en la estrategia 1 (13.6 años), en comparación con la 2 y 3 (13.2 años para ambas), esto se debe a la mayor concesionalidad del primer caso. Esta diferencia es conducida directamente por el TPV de la deuda externa, que disminuye de 14.6 años en la primera estrategia a 14.1 años en las estrategias 2 y 3. En cuanto a la deuda interna, el TPV permanece constante en las tres estrategias. Al observar todas las estrategias, éstas empeoran los indicadores en cuanto al estado actual de la cartera, en este punto es necesario considerar que se debe a las nuevas perspectivas de financiamiento que impulsan hacia condiciones menos concesionales y a menores plazos; sin embargo, abre la posibilidad de ampliar los montos y, por tanto, la implementación de nuevos proyectos productivos para el país.

D.3.2 Riesgo de tasa de interés

Respecto al riesgo de tasa de interés, se observa que, de las 3 estrategias, la de desarrollo de mercado es la que tiene la mayor proporción de deuda a tasa fija, ya que una característica de la deuda interna es que se emita a tasa fija. De igual forma, la estrategia 3, por las razones antes mencionadas, es la que presenta una menor proporción de deuda a refijar en un año. Asimismo, el tiempo promedio de refijación (TPR) de la estrategia 3 es mayor que de la 2, aunque menor al de la estrategia 1 que tiene el mayor tiempo debido a la concesionalidad de la cartera.

D.3.3 Riesgo cambiario

En teoría, el riesgo de tipo de cambio podría ser el más relevante, ya que el total de la deuda de Nicaragua está denominada en moneda extranjera. Sin embargo, no es un riesgo relevante para discriminar las estrategias. Como fue señalado, la política de depreciación basada en una tasa fija de deslizamiento da predictibilidad a los movimientos cambiarios y no existe volatilidad. Las políticas cambiaria y monetaria son fuertes y están respaldadas por las reservas internacionales que se ha venido fortaleciendo y se prevé que continúen haciéndolo.

D.3.4 Resultados del análisis de costo y riesgo

Basándonos en los siguientes criterios: (i) Resultados obtenidos del análisis de cartera actual, (ii) Estrategias evaluadas (1,2 y 3) y (iii) Perspectivas de nuevo financiamiento con las que cuenta Nicaragua; se sugiere la estrategia 2 que contempla mayor financiamiento externo con términos menos concesionales y se trata de una estrategia intermedia entre la actual (financiamiento concesional) y la tercera (desarrollo de mercado de deuda interna), por ser la más realista y no representar un deterioro significativo de los indicadores de costo y riesgo con respecto a las estrategias alternativas.

El análisis detallado realizado en la sección anterior podría mostrar ventajas de la estrategia 3 en términos de la mayor participación la deuda a tasa fija y el menor porcentaje de la deuda a refijar en una año, pero hay que balancear con el hecho de que esta estrategia presenta un mayor costo, dada la tasa más alta de la deuda interna.

Si consideramos el tiempo promedio de refijación (TPR), la estrategia 1 (con el ratio más alto), puede ser la más conveniente. Asimismo, es la que tiene la menor tasa de interés implícita y el mayor tiempo promedio al vencimiento (TPV) y el ratio más bajo de valor presente de la deuda como porcentaje del PIB. Esto la señalaría como la estrategia preferente, pero hay que tener en cuenta que los resultados se deben a que al tratarse de una alternativa que plantea mantener las políticas actuales, tiene un mayor componente de deuda concesional, aspecto que aunque es deseable puede no estar disponible dada la nueva la calificación del país por parte del Banco Mundial.

En este sentido, la recomendación a favor de la estrategia 2 que contempla mayor financiamiento externo con términos menos concesionales se debe a que, además de ser la que tiene el menor porcentaje de deuda a vencer en un año, es la más realista y no representa un deterioro significativo de los indicadores de costo y riesgo con respecto a las estrategias alternativas. Un aspecto adicional a favor de esta estrategia es que además de internalizar el nuevo escenario del financiamiento externo para Nicaragua, promueve un menor uso de deuda interna por parte del sector público, lo que permite liberar recursos para el financiamiento del sector privado.

Los indicadores de costo y riesgo en una estrategia son útiles para guiar el proceso de selección y para ayudarnos a identificar cual sería el peor panorama que podríamos enfrentar. Sin embargo, también se tienen que considerar los objetivos de gestión de deuda del gobierno y las nuevas perspectivas de financiamiento.

Dada la nueva calificación que otorgó el Banco Mundial a Nicaragua, de IDA a IDA-GAP, las nuevas contrataciones no contemplan la condición del elemento de concesionalidad de 35% de la que Nicaragua se ha beneficiado; a partir de esto, acreedores bilaterales y multilaterales también han cambiado sus términos de financiamiento, como se ha mencionado previamente en la sección nuevas fuentes de financiamiento. Estos cambios representan una oportunidad para que Nicaragua pueda acceder a nuevas opciones de financiamiento y a mayores montos, aunque en condiciones menos favorables que la deuda concesional, pero manteniendo términos favorables en comparación con los del mercado. Por esta razón, nuevas estrategias de deuda tienen que ser consideradas tomando en cuenta las nuevas condiciones por parte de los organismos internacionales.

En este nuevo contexto, es importante para el país mantener la prudencia fiscal y aprovechar los nuevos espacios fiscales para consolidar las reformas en curso que le están permitiendo mejorar los ingresos y reducir los gastos corrientes. Asimismo, este nuevo escenario de mayor disponibilidad de financiamiento externo tiene que ser aprovechado con el uso eficiente del mismo en actividades productivas que generen recursos y empleo para el país.

E. CONCLUSIONES Y POLÍTICAS PARA UNA ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO SOSTENIBLE

E.1 Principales conclusiones

En términos de la Estrategia de Mediano Plazo sobre la Gestión de Deuda del Gobierno Central y del Análisis de Sostenibilidad de largo plazo sobre la Deuda del Sector Público Consolidado se presentan las siguientes conclusiones.

En la Estrategia de Gestión de Deuda de Mediano Plazo el indicador referencial para la deuda total del Sector Público Consolidado como porcentaje del PIB, resultante del escenario base del Análisis de Sostenibilidad de Deuda, es entre 38% y 44% (y entre 26% y 32% en valor presente).

De acuerdo a los resultados de las diferentes estrategias analizadas y tomando como base principalmente la estrategia 2 sugerida, se recomiendan los siguientes rangos en términos de los indicadores analizados para la deuda del Gobierno Central y los principales lineamientos y acciones:

Para la deuda externa

- Tasa de interés implícita entre 3.5% – 2.5%
- Tiempo promedio al vencimiento entre 15.5 – 13,5 años
- Contrataciones a tasa variable entre 25% – 15%
- Concluir el proceso de negociación y formalización del alivio de deuda externa previsto bajo la Iniciativa de Países Pobres muy Endeudados.
- Maximizar los recursos multilaterales accediendo a nuevos acreedores no tradicionales, en las nuevas condiciones financieras acordadas a las nuevas categorías asignada por el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo.

Para la deuda interna

- Tasa de interés implícita entre 8% – 5%
- Tiempo promedio al vencimiento entre 6.2 – 5.8 años
- Es deseable la estandarización de todos los documentos y mantener las emisiones de deuda interna a tasa fija
- Mantener y mejorar la comunicación con los participantes del mercado e inversionistas, mediante reuniones periódicas.

Por su parte, el Análisis de Sostenibilidad a largo plazo (2015-2035) para la deuda del Sector Público Consolidado muestran que todos los indicadores de solvencia y de liquidez en el escenario base, tanto de la deuda externa como de la deuda pública total, presentan niveles altamente sostenibles durante todo el periodo. Los escenarios

alternativos y de shocks coinciden también en que todos los indicadores se mantienen por debajo de los umbrales que señalan riesgos de sostenibilidad. Sobre esta base, se concluye que el riesgo de experimentar problemas de sostenibilidad de la deuda pública externa en Nicaragua es bajo.

Estos resultados positivos suponen la continuidad de la prudente gestión fiscal observada durante los últimos años y los avances en la reforma de la seguridad social y la reducción de la dependencia de importaciones de petróleo que está fortaleciendo gradualmente la dinámica de las finanzas y de la deuda pública. En este contexto, complementado por el mayor dinamismo de la actividad económica, se espera que Nicaragua siga una trayectoria de deuda gradualmente decreciente.

Considerando los resultados descritos en el ejercicio, los principales riesgos en la implementación de este escenario se relacionan con que el crecimiento del PIB y de las recaudaciones impositivas no logren traducirse en los valores proyectados que se encuentran por encima del promedio histórico, además de las vulnerabilidades asociadas a obligaciones fiscales que podrían surgir de pasivos contingentes y la elevada dolarización que, además de imponer limitaciones a la política monetaria y cambiara, implica mayores riesgos de tipo de cambio y costo a la deuda interna. Además está el riesgo de que el financiamiento externo concesional no se mantenga en el mediano plazo conforme a lo previsto y que el alargamiento de plazos de la deuda interna no se llegue a concretar.

E.2 Políticas y acciones necesarias para la implementación de la estrategia

Para la implementación de estas estrategias, que contemplan fuentes de financiamiento menos concesionales y desarrollo de mercado interno, serán necesarias diversas acciones que faciliten el instrumental y el conocimiento para realizar eficientemente las operaciones a ser desarrolladas. En este contexto, se han empezado diversos proyectos con diferentes instituciones, entre ellas el CEMLA.

Como parte de estos proyectos, se planteó la evaluación y, de ser necesario, reorganización de la estructura administrativa de la Dirección General de Crédito Público, con el fin de que esté alineada a las mejores prácticas internacionales y a las perspectivas de financiamiento actuales. Esta reorganización contempla las siguientes acciones: analizar y gestionar los distintos tipos de financiamiento de cara a los nuevos retos emergentes de la ampliación de las fuentes y modificación de las condiciones de financiamiento; establecer un diálogo permanente con los participantes del mercado; ampliar la base inversora a través de un intercambio entre todos los agentes del mercado con una frecuencia trimestral y búsqueda de nuevos clientes a nivel nacional e internacional; por último, mantener la comunicación y relación con las agencias calificadoras de riesgo.

Respecto a este último punto, desde el año 2013, el Gobierno de Nicaragua comenzó a estudiar la posibilidad de emitir bonos soberanos en el mercado internacional, como una alternativa de financiamiento. Desde ese año a la fecha se han realizado diversas

actividades en aras de analizar esta alternativa, entre las cuales están: (i) asistencias técnicas de organismos internacionales; (ii) fortalecimiento de las relaciones con las agencias calificadoras de riesgo; (iii) contratación de un asesor financiero internacional para el acompañamiento en el fortalecimiento de las relaciones con las Agencias Calificadoras. Por último, en caso de decidir la emisión de bonos soberanos, será importante la creación de una oficina de atención a los inversionistas y agencias calificadoras. Como consecuencia de lo anterior se espera mejorar la calificación de deuda soberana de Nicaragua y se prevé contar con la calificación de riesgo de al menos tres agencias calificadoras¹⁴.

Sobre el contexto macroeconómico, cabe recordar que los resultados encontrados son sensibles a las proyecciones macroeconómicas realizadas y los supuestos implícitos. En este sentido, recomienda prever estrategias que mitiguen cualquier efecto negativo sobre la trayectoria esperada de la deuda. En este sentido, se subraya en la necesidad de: (i) construir reservas fiscales aprovechando el descenso de precios del petróleo; (ii) continuar reduciendo la dependencia del petróleo; (iii) concluir las negociaciones de alivio de deuda pendiente; (iv) mantenerse alerta a los riesgos de responsabilidad contingente y (iv) estudiar alternativas para reducir la dolarización de la economía.

¹⁴ La agencia Moody's Investor califica a Nicaragua bajo una modalidad "no solicitada" donde el país no asume ningún costo. Esta agencia ha subido recientemente la calificación de riesgo soberano de Nicaragua de B3 a B2 con perspectiva estable.

ANEXO 1. Análisis de Sostenibilidad de Deuda

ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD DE DEUDA

1. Antecedentes

El análisis de sostenibilidad de deuda fue realizado por el equipo nacional, conformado por profesionales del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), Banco Central de Nicaragua (BCN), Ministerio de Relaciones Exteriores (MINREX), Ministerio de Fomento Industria y Comercio (MIFIC) y Asamblea Nacional (AN).¹⁵

El presente documento es una síntesis de los resultados obtenidos en el análisis de sostenibilidad de deuda, y cuenta con los detalles y cálculos que sustentan las conclusiones.

2. Comportamiento reciente

Luego de la crisis financiera mundial de 2009, año en el que Nicaragua registró una caída del producto de 2.8%, el país ha logrado avances significativos que le permitieron alcanzar un crecimiento sostenido, consolidar la posición fiscal, mantener la inflación bajo control y moderar el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. Además, el gobierno logró reducir de forma sostenida los ratios de deuda pública. Estos logros obedecen principalmente a políticas prudentes en un contexto de crisis global y regional, caída de precios de productos básicos y desastres naturales.

En este sentido, se aprobó una reforma fiscal en diciembre de 2012 que se implementó a partir de 2013, se mantuvo un sistema cambiario sólido y se alcanzó destacables avances en el fortalecimiento del sector eléctrico que es fuente importante de vulnerabilidad fiscal y un impedimento para el crecimiento. La estrategia de mediano plazo del gobierno apunta a un crecimiento equitativo, estabilidad financiera y reducción de la pobreza. Para ello, tiene previstos grandes proyectos de inversión con fuerte potencial para impulsar el crecimiento y potenciar aún más la producción de electricidad reduciendo significativamente las importaciones de petróleo.

Las perspectivas de mayor inversión en los próximos años así como al acceso más amplio a fuentes de financiamiento, destacan la importancia del análisis de sostenibilidad de la deuda pública que deriven en políticas fiscales que serán cruciales para que los niveles, todavía moderados de este indicador, no sobrepasen los umbrales críticos; manteniéndose la dinámica que ha seguido la deuda pública en los últimos años. A continuación se analizan los aspectos más relevantes del desempeño macroeconómico reciente 2010-2014 como base para las proyecciones que se incorporan más adelante en el análisis de sostenibilidad de deuda (Cuadro 1).

¹⁵ Se contó con la asistencia técnica del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). El evento se desarrolló en tres etapas. Durante las dos primeras etapas (9 al 13 de noviembre de 2015), de manera previa al taller, se capacitó al equipo nacional en las herramientas: i) Herramienta Analítica de Estrategia de Deuda de Mediano Plazo (MTDS AT, por su siglas en inglés) y ii) Plantilla del Marco de Sostenibilidad de Deuda (DSF, por su siglas en inglés) y se procedió a la recopilación, actualización, análisis y preparación de las cifras requeridas para el Taller. En la tercera etapa se desarrolló un Taller (16 al 20 de noviembre de 2015) en que se realizaron las simulaciones de los escenarios y análisis de sostenibilidad y estrategia de la deuda pública.

- Después de la caída del PIB real en 2009 (2.8%), Nicaragua creció a un promedio anual de 4.8% en 2010-2014. El crecimiento estuvo sustentado principalmente por la demanda interna que, en promedio para el periodo señalado, tuvo una incidencia de 6.0%, destacando la inversión bruta pública y privada, en particular el fuerte dinamismo de la inversión privada en 2010 y 2011 (30.3% de crecimiento promedio) y el crecimiento sostenido de la inversión pública entre 2011 y 2014 (10.7% de crecimiento promedio) lo que ha permitido alcanzar a fines de 2014 una tasa de inversión del 27.0% del PIB. Los sectores de actividad económica que más aportaron al crecimiento en estos últimos cinco años son, en orden de importancia: comercio, hoteles y restaurantes; transporte y comunicaciones; e industrias manufactureras, tanto por el dinamismo que presentaron como por su importancia en el PIB.
- La inflación se ha mantenido controlada con tendencia a la baja. Luego de alcanzar a dos dígitos en 2007 (16.9%) se redujo sostenidamente hasta 5.7% en 2013, con un leve repunte en 2014 (6.5%); mientras que la inflación subyacente se mantuvo por debajo de la variación del IPC en los últimos dos años. En el marco del régimen de deslizamiento, se mantuvo la depreciación anual del 5.0% y la moneda nacional acumuló una depreciación de 27.6% en los últimos cinco años.
- La política fiscal mantuvo un déficit moderado del sector público no financiero de 0.6% del PIB en promedio entre 2010 y 2014, lo que representó una mejora respecto a 2009 (1.1% del PIB); sin embargo, es de destacar el repunte, aunque moderado, que se ha observado en 2013 y 2014 (1.1% y 1.5% del PIB, respectivamente). No obstante, la deuda pública como porcentaje del PIB continuó con su tendencia decreciente por el mayor crecimiento nominal de PIB respecto al crecimiento de la deuda. De este modo, la deuda pública total se redujo desde 61.0% del PIB en 2010 a 49.1% al cierre de 2014, descenso considerable en un lapso de sólo 4 años.
- La posición externa ha mostrado mejoras destacables, con un déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos que alcanzó 9.9% del PIB en promedio en 2010-2014, después de haber registrado un déficit de más del 17.0% del PIB en 2008. La mejora fue considerable en 2014 cuando el déficit alcanzó a sólo el 7.1% del PIB, ratio que viene a ser el registro más bajo de los últimos diez años. Este resultado fue alcanzado tanto por una disminución del déficit en la balanza comercial como por un mayor superávit en la balanza de servicios. Las remesas de trabajadores continúan siendo una fuente importante de ingresos y alcanzan en promedio a 9.6% del PIB en el periodo 2010-2014. Es destacable también el elevado nivel de la inversión extranjera directa (IED) que, en porcentaje del PIB, registró el promedio más alto de la región en los últimos cinco años (7.5% del PIB).

Cuadro 1: Nicaragua – Principales Variables Económicas

	2010	2011	2012	2013	2014
	Porcentaje anual de cambio, salvo otra indicación				
Producción y precios					
PIB real	3,2	6,2	5,1	4,5	4,7
Incidencia de la demanda interna (pp)	8,7	10,5	3,8	4,0	3,2
Inflación	9,2	8,0	6,6	5,7	6,5
Inflación subyacente	5,2	8,9	7,4	5,1	5,6
Tipo de cambio fin de periodo (C\$/1USD)	21,9	23,0	24,1	25,3	26,6
Depreciación	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Deflactor del PIB	6,1	10,3	7,1	4,2	9,1
PIB (mill. C\$ corrientes)	186.683	218.763	246.306	268.261	306.461
PIB (mill \$us)	8.741	9.756	10.461	10.851	11.806
PIB per cápita (dólares)	1.476	1.627	1.723	1.769	1.905
Habitantes (miles)	5.923	5.997	6.071	6.134	6.198
	Porcentaje del PIB anual, salvo otra indicación				
Sector público no financiero					
Ingreso Total	22,7	23,5	24,0	24,3	24,4
Gastos	21,6	21,4	22,0	22,3	22,7
Resultado Operativo Neto	1,1	2,1	2,0	2,0	1,7
Adquisición neta de activos NF	3,0	3,5	3,6	4,2	4,3
Erogación total	24,7	24,9	25,6	26,5	27,0
Superávit o déficit antes de donaciones	-2,0	-1,4	-1,6	-2,2	-2,6
Donaciones	1,6	1,7	1,4	1,0	1,1
Superávit o déficit después de donaciones	-0,4	0,3	-0,2	-1,1	-1,5
Financiamiento	0,4	-0,3	0,2	1,1	1,5
Externo	2,5	1,9	2,0	2,3	2,5
Interno	-2,1	-2,2	-1,8	-1,1	-1,0
Deuda					
Deuda total	61,0	55,7	53,6	53,3	49,1
Deuda interna	14,5	12,0	10,7	9,8	8,5
Deuda externa	46,5	43,7	42,8	43,5	40,6
Balanza de pagos					
Cuenta corriente	-8,9	-11,8	-10,6	-11,1	-7,1
Exportaciones de bienes y servicios	46,3	51,9	53,3	50,7	50,3
Importaciones de bienes y servicios	65,8	73,8	73,4	71,5	67,0
Transferencias corrientes netas total	13,3	12,6	12,5	12,6	12,2
Transferencias oficiales	2,9	2,4	2,2	2,0	1,3
Remesas de trabajadores	9,4	9,3	9,7	9,9	9,6
Inversión extranjera directa	5,6	9,6	7,3	7,5	7,5
Financiamiento excepcional	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
Reservas brutas (flujos, negativo = incremento)	-2,5	-0,9	0,1	-0,9	-2,4
Sector Monetario Financero	Porcentaje anual de cambio, salvo otra indicación				
Reservas Internacionales brutas (MMUSD)	1799,0	1892,2	1887,2	1993,0	2276,2
Base monetaria	17,1	25,6	4,9	6,7	14,8
Dinero en circulación	33,6	17,8	12,3	6,0	15,6
Cédito al sector privado	2,4	18,9	29,0	21,3	19,5
Depósitos	24,6	16,5	5,5	13,9	19,0
Dolarización crédito	89,6	90,8	91,7	91,2	90,8
Dolarización depósitos	73,4	69,8	74,3	73,8	75,6

Fuente: Boletines del Banco Central de Nicaragua

- Por su parte, en el marco del Programa Monetario, las reservas internacionales se han fortalecido sostenidamente con un manejo adecuado de las operaciones monetarias y la prudencia de las finanzas públicas. La mejora en la cobertura de reservas internacionales brutas (RIB) a base monetaria y meses de importaciones es una estrategia adecuada dada la alta dolarización del sistema financiero y el régimen cambiario poco flexible. El crédito del sistema financiero y los depósitos mantuvieron un fuerte dinamismo, sin que ello haya implicado un deterioro de la solvencia del sistema

3. Supuestos subyacentes en las proyecciones 2015-2035

El desempeño de la economía nicaragüense está influenciado por factores externos e internos, por lo que las proyecciones se basan en el desempeño esperado de estas variables. Por una parte, Nicaragua es vulnerable al desempeño de la economía mundial, en particular de sus principales socios por el destino de las exportaciones y el origen de las remesas de trabajadores; al respecto es relevante el desempeño de Estados Unidos y Europa; como tomador de precios, es vulnerable a las alza de los precios del petróleo al ser importador neto de combustibles y derivados; le afecta también las caídas de precios de la carne, el azúcar, el oro y el café, entre otros, que son los principales productos de exportación.

Sobre los principales insumos para las estimaciones inherentes a las políticas, cabe destacar los informes oficiales, como el proyecto de Presupuesto General de la República para 2016 (PGR-2016) y el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2016 – 2019.

Los principales resultados de las proyecciones muestran mejoras en el ritmo de la actividad económica y disminución de los desequilibrios macroeconómicos (Cuadro 2).

- El crecimiento proyectado en 2016 es del 4.5%, ligeramente superior al estimado para 2015 (4.3%) y adquiriría una mayor dinámica en los siguientes años con un promedio anual 2016–2019 de 4.8% para estabilizarse en 5.0% en el resto del periodo de proyección en línea con las estimaciones del PIB potencial. Desde la perspectiva de la oferta, este desempeño se basa en el dinamismo de la construcción; explotación de minas; el desarrollo del comercio, hoteles y restaurantes; y la industria manufacturera. Por el gasto, la demanda interna es el principal determinante del crecimiento. Esta aceleración en el mediano plazo es conservadora, ya que en promedio en los últimos cinco años Nicaragua alcanzó un crecimiento de 4.8%, en un contexto externo e interno menos favorable que el que se estima para los próximos años.
- La inflación acumulada alcanzaría en 2015 a 4.0% apoyada por el descenso de la inflación importada y mantendría una tendencia levemente creciente en los próximos años hasta estabilizarse en 7.0% acorde con la tasa de deslizamiento y una estimación de la inflación importada. El deflactor del PIB mantendría una variación mayor por efecto de términos de intercambio favorables, determinando un mayor crecimiento del PIB nominal. La depreciación se estabilizaría en 5.0%, igual a la tasa de deslizamiento del tipo de cambio de los últimos años.

Cuadro 2: Proyecciones Macroeconómicas

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2035	2016-19	2020-35
Porcentaje anual de cambio, salvo otra indicación											
Producción y precios											
PIB real	5,1	4,5	4,7	4,3	4,5	4,7	4,9	5,0	5,0	4,8	5,0
Incidencia de la demanda interna (pp)	3,8	4,0	3,2	13,7	5,0	6,0	5,7	5,8	4,7	5,6	5,1
Inflación	6,6	5,7	6,5	4,0	5,8	6,5	7,0	7,0		6,6	
Tipo de cambio fin de periodo (C\$/1USD)	24,1	25,3	26,6	27,9	29,3	30,8	32,3	33,9	74,1	31,6	52,7
Depreciación	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
PIB (mill. C\$ corrientes)	246.306	268.261	306.461	329.360	364.240	405.386	454.339	509.859		433.456	
PIB (mill \$us)	10.461	10.851	11.806	12.084	12.726	13.490	14.399	15.389	47.137	14.001	29.094
Porcentaje del PIB anual, salvo otra indicación											
Sector público consolidado											
Ingreso Total	25,0	24,9	25,0	26,8	27,5	27,3	27,3	27,2	27,7	27,3	27,6
d/c Donaciones	1,4	1,0	1,1	1,4	1,4	1,3	1,1	0,9	0,8	1,2	0,9
Erogación total	25,4	26,1	26,7	29,5	29,9	29,7	29,5	29,1	29,6	29,5	29,7
Superávit o déficit después de donaciones	-0,4	-1,3	-1,7	-2,7	-2,4	-2,4	-2,2	-1,9	-2,0	-2,2	-2,1
Gobierno Central											
Ingreso Total	17,8	17,4	17,5	18,3	18,8	18,6	18,4	18,2		18,5	
d/c Donaciones	1,2	1,0	1,0	1,1	1,4	1,2	1,0	0,8		1,1	
Erogación total	17,2	17,3	17,8	19,1	19,8	19,6	19,2	18,9		19,4	
Superávit o déficit después de donaciones	0,5	0,1	-0,3	-0,8	-1,0	-1,0	-0,7	-0,7		-0,9	
Balanza de pagos											
Cuenta corriente	-10,6	-11,1	-7,1	-7,8	-7,6	-7,3	-7,0	-6,9	-4,6	-7,2	-5,3
Exportaciones de bienes y servicios	53,3	50,7	50,3	47,7	47,8	48,4	49,0	49,3	45,7	48,6	48,1
Importaciones de bienes y servicios	73,4	71,5	67,0	64,7	63,9	64,4	64,5	64,5	54,9	64,3	59,4
Transferencias corrientes netas total	12,5	12,6	12,2	12,3	12,1	11,9	11,6	11,3	5,9	11,7	8,1
Transferencias oficiales	2,2	2,0	1,3	1,4	1,4	1,2	1,1	1,0	0,3	1,2	0,6
Remesas de trabajadores	9,7	9,9	9,6	9,9	9,8	9,7	9,6	9,4	5,5	9,6	7,3
Inversión extranjera directa	7,3	7,5	7,5	7,2	7,0	6,9	6,7	6,5	2,5	6,8	4,1
Financiamiento excepcional	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reservas brutas (flujos, negativo = incremento)	0,1	-0,9	-2,4	-1,2	-0,8	-1,0	-1,0	-1,3	-1,4	-1,0	-1,3
Nota:											
Cifras proyectas 2015-2035											
Las proyecciones de 2016 se basan en el PGR-2016 y las proyecciones 2017-2019 en el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2016-2019 incluyendo actualizaciones realizadas por el equipo técnico nacional. Las proyecciones 2020-2035 corresponden a estimaciones realizadas por el equipo técnico nacional.											
La diferencia en las cifras fiscales entre la ejecución y este cuadro se debe a que el primero considera cifras del SPNF, mientras que para las proyecciones y el análisis de sostenibilidad se trabajó con el sector público consolidado											

- Junto con el mayor ritmo de actividad económica, el dinero, crédito y depósitos tendrían también un mayor dinamismo, pero manteniéndose en niveles prudentes acordes con el objetivo de mantener una inflación controlada.
- Se estima una disminución gradual del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos luego del incremento en 2015 por el impulso en las inversiones y el efecto del descenso de algunos precios de exportación. El déficit disminuiría de un promedio de 9.9% del PIB en 2010-2014, a un 7.2% del PIB en promedio para 2016-2019 y a 5.3% del PIB en promedio para 2020-2035, determinado principalmente por la disminución de las importaciones de petróleo a medida que los grandes proyectos de energía renovable empiecen a operar. Esta estrategia apoya los descensos en el déficit de la cuenta corriente en el periodo de proyección.
- Las estimaciones de los precios de venta de los principales productos de exportación que se incluyeron en las proyecciones son conservadoras, se estiman

leves repuntes del precio del café, azúcar y oro a partir de 2017; mientras que el precio de la carne de res se mantendría estable y del camarón presentaría un leve descenso. Asimismo, el precio del petróleo, principal producto de importación, registraría una leve recuperación a partir de 2017.

- El déficit del sector público consolidado disminuye sostenidamente de 2.7% del PIB en 2015 a 1.9% del PIB en 2019 por mejores resultados en el Gobierno Central complementado también por los resultados del resto del sector público, esta tendencia continuaría hasta el final del periodo de proyección con un déficit de 1.7% del PIB. En promedio, en el periodo 2020-2035 el déficit sería del 2.1% del PIB, levemente inferior al alcanzado en el periodo 2016-2019 (2.2% del PIB). El déficit del Gobierno Central, de acuerdo al Marco Fiscal de Mediano Plazo 2016–2019, luego de un incremento en 2016 (1.0% del PIB) por la mayor inversión pública y los gastos que implicará el proceso eleccionario, presenta disminuciones graduales hasta ubicarse en 0.7% del PIB en 2019. El incremento de los ingresos proyectados se basa en los supuestos de dinamismo económico y en los resultados de las diferentes medidas tributarias que se han implementado con la entrada en vigencia de la Ley de Concertación Tributaria (LCT). En menor medida, contribuye también las donaciones proyectadas de acuerdo a las cartas de intención con los organismos donantes.

4. Principales resultados del Análisis de Sostenibilidad de la Deuda Pública

La evolución reciente muestra que los coeficientes de endeudamiento público de Nicaragua han mejorado; en parte por el alivio de la deuda externa bajo la Iniciativa PPME e IADM¹⁶; pero principalmente debido a la prudencia fiscal que ha mantenido déficit fiscales moderados y trayectorias decrecientes de la deuda pública, al mismo tiempo que se ha dinamizado la actividad económica.

A continuación se presentan las consideraciones metodológicas y los principales resultados del análisis de sostenibilidad de deuda total y externa del sector público consolidado, realizado con las proyecciones para el periodo 2015-2035 y el uso de las plantillas por parte del equipo nacional con la colaboración del CEMLA.

4.1 Consideraciones Metodológicas

Para la elaboración del Análisis de Sostenibilidad de Deuda (ASD) se ha utilizado la metodología establecida en el Marco de Sostenibilidad de Deuda (MSD; o DSF por sus siglas en inglés) de las Instituciones de *Bretton Woods*. El ASD incluye dos componentes; el primero examina la sostenibilidad de la deuda pública total y el segundo la sostenibilidad de la deuda pública externa.

Otra característica de la metodología es que se consideran los umbrales indicativos de la carga de la deuda o de riesgo de sobreendeudamiento (parámetros por encima de

¹⁶ Países Pobres Muy Endeudados e Iniciativa de Alivio de Deuda Multilateral.

los cuales la deuda externa alcanza niveles considerados insostenibles) para países con desempeño medio basado en la calificación CPIA promedio de 3 años.¹⁷ El cuadro 3 detalla los umbrales indicativos de la carga de la deuda pública externa.

Cuadro 3. Umbrales indicativos de la carga de la deuda pública externa

	Calidad de políticas e instituciones		
	Baja (CPIA ≤ 3.25)	Media (3.25 < CPIA < 3.75)	Alta (CPIA ≥ 3.75)
Valor Presente de la deuda como porcentaje de:			
- Exportaciones	100	150	200
- PIB	30	40	50
- Ingresos	200	250	300
Servicio de deuda como porcentaje de:			
- Exportaciones	15	20	25
- Ingresos	18	20	22

Por su parte los umbrales de sostenibilidad para la deuda total se definen principalmente para el ratio deuda a PIB (Cuadro 4), aunque el comportamiento de los diferentes ratios indica el riesgo al que se enfrenta el endeudamiento público total, dependiendo de la trayectoria ascendente o descendente de estos indicadores.

Cuadro 4. Umbrales indicativos de la carga de la deuda pública total

Calidad de Políticas e Instituciones	V P de la Deuda Pública Total respecto del PIB
Débiles (CPIA ≤ 3.25)	38
Medias (3.25 < CPIA < 3.75)	56
Fuertes (CPIA ≥ 3.75)	74

Los ejercicios incluyen una tasa de descuento del 5.0% y no consideran las remesas de los trabajadores en los indicadores del valor presente debido a que los cocientes de remesas/PIB y remesas/exportaciones de bienes y servicios son, en promedio para los últimos tres años, 9.7% y 19.5% respectivamente.¹⁸

¹⁷ El marco de sostenibilidad de la deuda del FMI-Banco Mundial (DSF) utiliza umbrales de deuda externa dependientes de las políticas, basados en el principio de que los niveles de deuda que los países de bajos ingresos pueden sostener son influenciados por la calidad de sus políticas e instituciones. Estos aspectos son evaluados por el índice de política y evaluación institucional (CPIA por sus siglas en inglés) compilado por el Banco Mundial. El DSF divide los países en tres categorías de desempeño: fuerte (CPIA ≥ 3.75), medio (3.25 < CPIA < 3.75) y débil (CPIA ≤ 3.25). Para determinar la clasificación del país, se utiliza el promedio móvil de las calificaciones de los tres años anteriores al año evaluado. El ratio actual de Nicaragua es 3,72 (promedio de 3 años 2011-13).

¹⁸ La directriz del Banco Mundial y del FMI es de realizar el DSA con remesas cuando los cocientes de remesas/PIB y remesas/exportaciones de bienes y servicios están por encima de los umbrales establecidos en 10% y 20%, respectivamente.

El ASD contempla el escenario base (con los supuestos macroeconómicos base), escenarios estandarizados alternativos (que incluyen variaciones permanentes en variables macroeconómicas) y pruebas de estrés estandarizadas (que incorporan variaciones temporales en variables macroeconómicas). Estas pruebas de estrés sirven para determinar la vulnerabilidad de la deuda pública ante shocks externos y evaluar la sostenibilidad de la trayectoria de la deuda pública. En particular, se considera un escenario alternativo de nuevo financiamiento externo en condiciones menos favorables y pruebas de estrés estandarizadas que contemplan los siguientes shocks: (i) depreciación nominal de la moneda nacional del 30.0% en el primer año al inicio del período de proyección; (ii) disminución del crecimiento del PIB y (iii) disminución del crecimiento de las exportaciones; entre otros.

4.2 Deuda total del sector público consolidado¹⁹

El análisis de sostenibilidad de deuda indica que los ratios de deuda pública total continúan disminuyendo y no sobrepasan los umbrales tanto en el escenario base como en las pruebas de tensión. Los coeficientes de valor presente de la deuda respecto al PIB e Ingresos presentan una trayectoria decreciente en el periodo de proyección, alejándose de los umbrales de insostenibilidad. Estas mejoras se deben al incremento del PIB nominal, al alivio de la deuda externa bajo la Iniciativa PPME e IADM y a una política de endeudamiento prudente tanto en los niveles de contratación de nuevos préstamos como en términos de su concesionalidad. Asimismo, destaca la disminución del déficit y el repunte en el crecimiento económico proyectado para el país que supera el desempeño experimentado hasta ahora.

Los indicadores de la deuda pública total muestran una mejora paulatina durante todo el periodo analizado. El principal indicador de solvencia, valor presente de deuda sobre PIB, se reduce de un nivel del 30.6% en el año base (2015) a un nivel del 29.2% en el 2019 y continúa mejorando hasta alcanzar un ratio de 24.3% al final del periodo de proyección en 2035. El indicador correspondiente al valor presente de deuda sobre el ingreso fiscal pasa de un nivel de 114.4% en 2015 hasta 107.5% en 2019 y continúa mejorando hasta alcanzar 87.8% en el año 2035. Por su parte, el indicador de liquidez, servicio de deuda sobre ingresos fiscales disminuye de 10.4% en 2015 a 8.8% en 2019 y a 7.1% en 2035 (Cuadros 6 y 7; Gráfico 2).

La sostenibilidad de la deuda pública se mantiene también en los dos escenarios alternativos. Por su parte, las pruebas de estrés estandarizadas indican que una depreciación de la moneda nacional del 30.0% en 2016, aumentaría el VP de la deuda pública a 44.0% del PIB en ese año, retomando una tendencia decreciente hasta alcanzar 35.0% del PIB en 2035. Como porcentaje de los ingresos el VP pasaría de 114.4% en 2015 a 160.2% en 2016, descendiendo a 127.3% en 2035.

¹⁹ El sector público consolidado incluye al Gobierno Central, empresas públicas, Alcaldía de Managua (ALMA), Instituto Nicaragüense de Seguridad Social (INSS), Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras (SIBOIF), Banco Central de Nicaragua (BCN), Instituto Nicaragüense de Seguros y Reaseguros (INISER) y Banco Produzcamos.

Como porcentaje de los ingresos, el VP del servicio de la deuda aumentaría de 10.4% en 2015 a 12.3% en 2016, con un incremento adicional del 13.1% en 2017, para descender hasta 12.3% en 2035.

Estas pruebas de estrés muestran que aún en el caso del escenario con el shock más severo, los indicadores de solvencia y liquidez de la deuda pública total no sobrepasarían los umbrales de sostenibilidad.

Sin embargo, cabe destacar que en las pruebas de tensión el escenario más severo resulta de la depreciación de la moneda nacional. Esto es así debido a la particularidad de la deuda pública interna que se encuentra denominada en moneda extranjera, lo que la hace particularmente vulnerable a los shocks de tipo de cambio.²⁰

4.3 Deuda externa del sector público consolidado

El análisis de sostenibilidad de la deuda externa del sector público consolidado indica que el riesgo de insostenibilidad es bajo. Los indicadores de solvencia en el escenario base se mantiene por debajo de los umbrales, situación que persiste en las diferentes pruebas de tensión²¹ (Cuadros 8 y 9; Gráfico 3).

En el escenario base el VP de la deuda pública externa respecto al PIB aumenta de 23.3% en 2015 a 25.1% en 2025 y, posteriormente, disminuye hasta 21.6% en 2035. Asimismo, el ratio de VP de la deuda a exportaciones sube de 48.7% en 2015 hasta 51.2% en 2025 para descender hasta 47.4% en 2035. Lo mismo ocurre con el ratio de deuda a ingresos que de 91.6% en 2015 baja a 80.4% en 2035. En general, los indicadores de sostenibilidad de la deuda externa en el escenario base se mantiene muy por debajo de los umbrales, esto es resultado, además de lo señalado para la deuda total, de la concesionalidad de la cartera de la deuda desembolsada aun cuando se proyecta una disminución gradual en el mediano y largo plazo de los préstamos altamente concesionales.

Asimismo, los ratios de servicio de la deuda externa, que constituyen medidas de liquidez sobre la capacidad de atender los pagos que representa dicha deuda, se mantienen entre 2.7% y 3.9% de las exportaciones y alrededor del 6.0% de los ingresos fiscales, en ambos casos por debajo de los umbrales (20.0% cada uno). En

²⁰ Nótese que si bien el riesgo de tipo de cambio es el más relevante en las pruebas estandarizadas, ya que el total de la deuda de Nicaragua está denominada en moneda extranjera, de acuerdo al equipo técnico no es un riesgo relevante debido a la política de depreciación basada en una tasa fija de deslizamiento que da mucha predictibilidad a los movimientos cambiarios. Además, se señala que la política cambiaria es sólida y está respaldada por las reservas internacionales que se ha venido fortaleciendo y se prevé que continúen haciéndolo.

²¹ No se considera el escenario histórico porque extrapola un desempeño promedio de 10 años, el cual incluye un periodo de shocks macroeconómicos significativos (crisis financiera internacional 2008-2009, alta dependencia y elevados precios del petróleo, situación superada consistentemente en los últimos años) y todavía un alto nivel de endeudamiento que fue resuelto a través de renegociación y alivio de deuda.

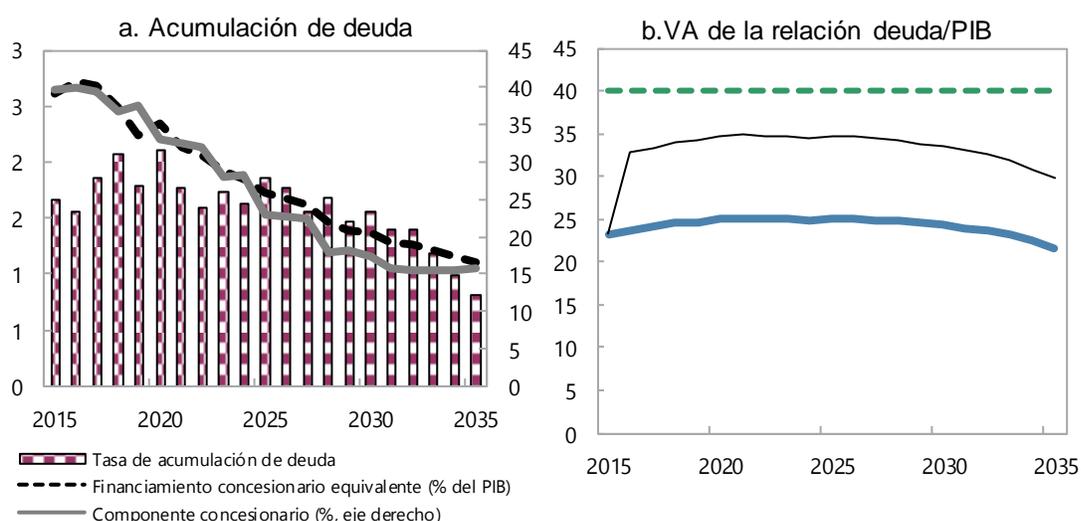
síntesis, todos los indicadores de solvencia y liquidez de la deuda externa en el escenario base muestran niveles sostenibles en el periodo analizado (Cuadro 5).

Cuadro 5: Ratios de deuda en el escenario base 2015-2035

Concepto	Umbral	2015	Promedio	
			2016-2019	2020-2035
Indicadores de Deuda Externa Pública				
VP-Deuda/PIB	40	23,3	24,2	24,3
VP-Deuda/Exportación	150	48,7	49,8	50,5
VP-Deuda/Ingreso	250	91,6	92,6	91,0
Servicio de Deuda-Exportaciones	20	2,7	3,2	3,9
Servicio de Deuda-Ingreso	20	5,1	6,0	7,0
Indicadores de Deuda Pública				
VP-Deuda/PIB		30,6	30	27
VP-Deuda/Ingreso		114,4	109	99
Servicio de Deuda del Ingreso		10,4	9,7	7,3

Bajo pruebas de estrés estandarizadas, cuando el escenario base es sometido a un shock de depreciación nominal de 30.0% de la moneda nacional, el VP de la deuda pública externa con respecto al PIB sube a 32.8% en 2016, alcanzando su valor más alto en 2025 (34.6%) para luego descender de forma paulatina a 29.7% en el año 2035. Lo mismo ocurre con los indicadores de VP de la deuda pública externa con respecto a exportaciones e ingresos, los ratios se mantiene por debajo de los umbrales, indicando que la deuda externa es sostenible incluso en un escenario de estrés como el señalado.

Gráfico 1: Indicadores de sostenibilidad deuda externa 2015-2035



5. Conclusiones

Sobre la base de los resultados del análisis de sostenibilidad de la deuda de Nicaragua y en términos de la calificación de riesgo con base en los criterios y metodología establecidos en el Marco de Sostenibilidad de Deuda, se concluye que el riesgo de experimentar problemas de sostenibilidad de la deuda pública externa es bajo, ya que en el escenario base y en las pruebas de tensión los indicadores no sobrepasan los umbrales. Asimismo, los ratios de deuda pública total continúan disminuyendo.

Estos resultados positivos suponen la continuidad de la prudente gestión fiscal observada durante los últimos años y los avances en la reforma de la seguridad social y la reducción de la dependencia de importaciones de petróleo que está fortaleciendo gradualmente la dinámica de las finanzas y de la deuda pública. En este contexto, complementado por el mayor dinamismo de la actividad económica, se espera que Nicaragua siga una trayectoria de deuda gradualmente decreciente.

Entre las principales vulnerabilidades se encuentran las obligaciones que podrían surgir de pasivos contingentes (por ejemplo, si la deuda privada es absorbida por el sector público); la elevada dolarización que, además de imponer limitaciones a la política monetaria y cambiara, implica mayores riesgos de tipo de cambio y costo a la deuda interna. Por tanto, se subraya la necesidad de: (i) construir reservas fiscales aprovechando el descenso de precios del petróleo; (ii) reducir la dependencia del petróleo; (iii) concluir las negociaciones de alivio de deuda pendiente; (iv) mantenerse alerta a los riesgos de responsabilidad contingente y (iv) estudiar alternativas para reducir la dolarización de la economía.

Cuadro 6

Nicaragua: Marco de sostenibilidad de la deuda pública
2015-2035

	Efectiva			Estimada					Proyecciones				
	2012	2013	2014	Promedio 2010-14	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio 2016-19	2025	2035	Promedio 2020-35
Deuda del sector público 1/	55.2	54.9	39.3		40.7	40.2	40.3	40.6	40.4		39.1	31.5	
<i>de la cual: denominada en moneda extranjera</i>	52.6	53.7	39.3		40.7	40.2	40.3	40.6	40.4		39.1	28.8	
Variación de la deuda del sector público	-1.6	-0.2	-15.6		1.3	-0.5	0.2	0.2	-0.2		-0.2	-1.2	
Flujos netos generadores de deuda identificados	-3.5	-0.8	-3.8		1.7	0.9	0.1	-0.4	-0.7		-0.4	-0.4	
Déficit primario	-0.6	0.3	0.8	-0.1	1.9	1.5	1.6	1.3	0.9	1.3	1.2	1.1	1.2
Ingresos y donaciones	25.0	24.9	25.0		26.8	27.5	27.3	27.3	27.2		27.6	27.7	
<i>de los cuales: donaciones</i>	1.4	1.0	1.1		1.4	1.4	1.3	1.1	0.9		1.0	0.8	
Gasto primario (distinto de intereses)	24.4	25.1	25.8		28.7	29.0	28.8	28.7	28.1		28.9	28.8	
Dinámica de la deuda automática	-2.9	-1.1	-3.6		-0.1	-0.6	-1.4	-1.7	-1.6		-1.6	-1.6	
Contribución del diferencial tasa de interés/crecimiento	22.5	33.6	-29.7		75.0	-19.2	-4.2	-3.9	-1.6		1.2	-0.4	
<i>del cual: contribución de la tasa de interés real media</i>	25.3	36.0	-27.2		76.6	-17.5	-2.4	-2.0	0.4		3.1	1.2	
<i>del cual: contribución del crecimiento del PIB real</i>	-2.8	-2.4	-2.5		-1.6	-1.8	-1.8	-1.9	-1.9		-1.9	-1.6	
Contribución de la depreciación del tipo de cambio real	-25.4	-34.7	26.1		-75.1	18.6	2.8	2.2	0.0		...	...
Otros flujos netos generadores de deuda identificados	0.0	0.0	-1.1		-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	
Ingresos por privatizaciones (negativo)	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	
Reconocimiento de pasivos implícitos o contingentes	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	
Alivio de la deuda (PPME y otros)	0.0	0.0	-1.1		-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	
Otros (especificar, p. ej. recapitalización de bancos)	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	
Residuo, incluidas variaciones de activos	1.9	0.6	-11.8		-0.4	-1.3	0.0	0.6	0.5		0.2	-0.8	
Otros indicadores de sostenibilidad													
VA de la deuda del sector público	...	...	29.7		30.6	29.9	29.8	29.8	29.2		28.2	24.3	
<i>de la cual: denominada en moneda extranjera</i>	...	...	29.7		30.6	29.9	29.8	29.8	29.2		28.2	21.6	
<i>de la cual: externa</i>	...	...	22.1		23.3	23.6	24.1	24.5	24.7		25.1	21.6	
VA de los pasivos contingentes (no incluidas en la deuda de sector público)	...	...	...		...	...	...	...	...		...	...
Necesidades brutas de financiamiento 2/	3.9	4.6	5.2		5.8	5.7	5.3	4.7	4.1		3.4	3.1	
VA de la relación deuda del sector público/ingresos y donaciones (porcentaje)	...	...	118.9		114.4	109.1	109.0	108.9	107.5		102.1	87.8	
VA de la relación deuda del sector público/ingresos (porcentaje)	...	...	124.4		120.7	115.2	114.3	113.5	111.1		105.9	90.4	
<i>de la cual: externa 3/</i>	...	...	92.5		91.6	90.7	92.4	93.5	93.8		94.2	80.5	
Relación servicio de la deuda/ingresos y donaciones (porcentaje) 4/	14.7	14.3	12.6		10.4	10.3	9.9	9.3	9.3		7.2	7.1	
Relación servicio de la deuda/ingresos (porcentaje) 4/	15.6	15.0	13.1		11.0	10.9	10.4	9.7	9.7		7.5	7.3	
Déficit primario estabilizador de la relación deuda/PIB	1.0	0.5	16.4		0.6	2.0	1.4	1.1	1.1		1.4	2.4	
Principales supuestos macroeconómicos y fiscales													
Crecimiento del PIB real (porcentaje)	5.1	4.5	4.7	4.8	4.3	4.5	4.7	4.9	5.0	4.8	5.0	5.0	5.0
Tasa de interés nominal media de la deuda en moneda extranjera (porcentaje)	2.0	2.0	1.9	1.9	2.2	3.7	2.3	2.2	2.7	2.7	2.6	3.1	2.7
Tasa de interés real media de deuda interna (porcentaje)	...	...	...		...	####	####	####	####		####	...
Depreciación del tipo de cambio real (porcentaje, signo + denota depreciación)	-32.5	-40.2	108.1	17.6	-65.7	...	...	...	...		...	...
Tasa de inflación (deflactor del PIB, porcentaje)	7.1	4.2	9.1	7.4	3.1	5.8	6.3	6.8	6.9	6.4	6.9	7.6	7.2
Crecimiento del gasto primario real (deflactado en función del deflactor del PIB, porcentaje)	6.1	7.7	7.4	4.3	15.8	5.8	4.2	4.3	2.8	4.3	5.8	6.0	5.2
Componente de donaciones del endeudamiento externo nuevo (porcentaje)	...	...	...		39.7	40.0	39.4	36.7	37.6		23.1	15.7	

Fuentes: Autoridades nacionales; y estimaciones y proyecciones del equipo técnico nacional.

1/ Sector Público Consolidado

2/ Las necesidades brutas de financiamiento se definen como el déficit primario más el saldo de deuda cortoplazo al final del último período.

3/ Ingresos excluidas donaciones.

4/ El servicio de la deuda se define como la suma de intereses y amortización de la deuda a mediano y largo plazo.

5/ Los promedios históricos derivan de los últimos 5 años.

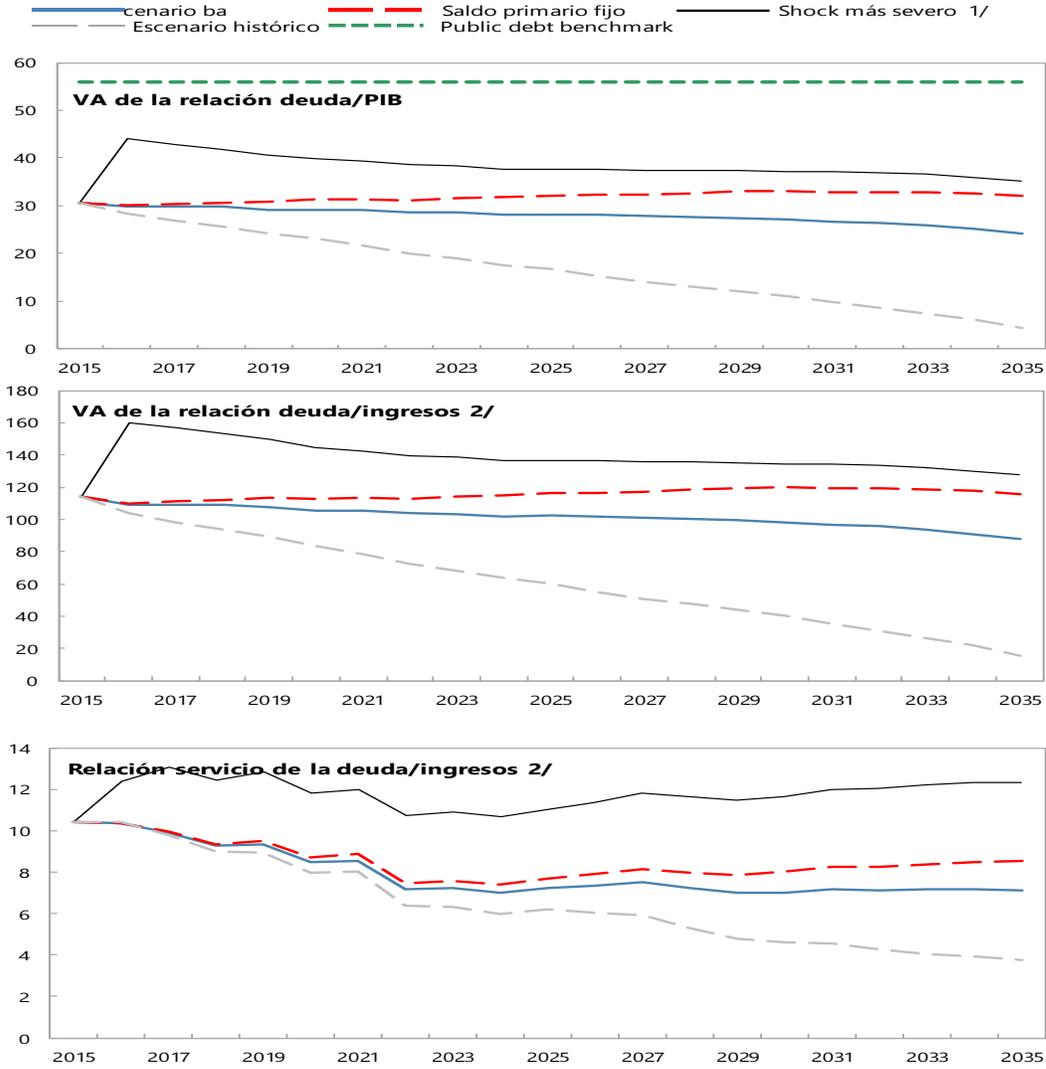
Cuadro 7

**Nicaragua: Análisis de sensibilidad de los principales indicadores de deuda pública
2015-2035**

	Proyecciones							
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2025	2035
VA de la relación deuda/PIB								
Base	31	30	30	30	29	29	28	24
A. Escenarios alternativos								
A1. Crecimiento del RB real y saldo primario según sus promedios históricos	31	28	27	26	24	23	17	4
A2. El saldo primario no varía con respecto a 2013	31	30	30	31	31	31	32	32
A3. Crecimiento del RB permanentemente más bajo 1/	31	30	30	31	31	32	35	47
B. Pruebas de tensión								
B1. Crecimiento del PIB real según el promedio histórico menos una desviación estándar	31	32	34	35	36	37	42	46
B2. Saldo primario según el promedio histórico menos una desviación estándar en 20:	31	29	28	28	27	27	27	23
B3. Combinación de B1-B2 usando shocks equivalentes a media desviación estándar	31	29	28	29	29	30	33	36
B4. Depreciación real excepcional de 30% en 2014	31	44	43	42	41	40	38	35
B5. Aumento de otros flujos generadores de deuda equivalente a 10% del PIB en 2014	31	38	37	37	36	36	34	28
VA de la relación deuda/ingresos 2/								
Base	114	109	109	109	107	106	102	88
A. Escenarios alternativos								
A1. Crecimiento del RB real y saldo primario según sus promedios históricos	114	104	98	94	89	83	60	16
A2. El saldo primario no varía con respecto a 2013	114	110	111	112	113	113	116	116
A3. Crecimiento del RB permanentemente más bajo 1/	114	110	111	113	114	114	127	169
B. Pruebas de tensión								
B1. Crecimiento del PIB real según el promedio histórico menos una desviación estándar	114	115	123	128	131	133	151	167
B2. Saldo primario según el promedio histórico menos una desviación estándar en 20:	114	106	102	102	101	99	96	84
B3. Combinación de B1-B2 usando shocks equivalentes a media desviación estándar	114	106	103	107	108	109	120	129
B4. Depreciación real excepcional de 30% en 2014	114	160	157	153	149	144	137	127
B5. Aumento de otros flujos generadores de deuda equivalente a 10% del PIB en 2014	114	137	137	136	134	131	124	103
Relación servicio de la deuda/ingresos 2/								
Base	10	10	10	9	9	8	7	7
A. Escenarios alternativos								
A1. Crecimiento del RB real y saldo primario según sus promedios históricos	10	10	10	9	9	8	6	4
A2. El saldo primario no varía con respecto a 2013	10	10	10	9	9	9	8	9
A3. Crecimiento del RB permanentemente más bajo 1/	10	10	10	9	10	9	8	11
B. Pruebas de tensión								
B1. Crecimiento del PIB real según el promedio histórico menos una desviación estándar	10	11	11	10	10	10	9	11
B2. Saldo primario según el promedio histórico menos una desviación estándar en 20:	10	10	10	9	9	8	7	7
B3. Combinación de B1-B2 usando shocks equivalentes a media desviación estándar	10	11	10	9	9	9	8	9
B4. Depreciación real excepcional de 30% en 2014	10	12	13	12	13	12	11	12
B5. Aumento de otros flujos generadores de deuda equivalente a 10% del PIB en 2014	10	10	11	11	10	9	8	8

Fuentes: Autoridades nacionales; y estimaciones y proyecciones del personal técnico del país.
1/ Se supone que el crecimiento del PIB real es igual al del escenario base menos una desviación estándar dividida por la raíz cuadrada de la duración del período de proyección.
2/ La definición de ingresos incluye donaciones.

Gráfico 2
Nicaragua: Análisis de sensibilidad de los principales indicadores de deuda pública
2015-3035



Fuentes: Autoridades nacionales; y estimaciones y proyecciones del personal técnico del país.
1/ La prueba de tensión más severa es la que arroja la mayor relación en 2023 o antes.
2/ La definición de ingresos incluye donaciones.

Cuadro 8
Nicaragua: Marco de sostenibilidad de la deuda externa 2015-2035

	Efectiva			Proyecciones									
	2012	2013	2014	Promedio 2010-14	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio 2016-19	2025	2035	Promedio 2020-35
Deuda externa (nominal) 1/	86.5	90.6	76.9		78.9	78.1	76.5	74.4	72.0		58.5	39.7	
<i>de la cual: pública y con garantía pública (PGP)</i>	43.9	44.6	31.7		33.3	33.8	34.6	35.3	35.8		36.0	28.8	
Variación de la deuda externa	2.9	4.1	-13.7		2.0	-0.8	-1.6	-2.1	-2.5		-1.8	-2.0	
Flujos netos generadores de deuda identificados	-2.3	0.5	-7.7		-2.6	-2.8	-3.0	-3.2	-3.1		-1.9	0.2	
Déficit en cuenta corriente que no genera intereses	9.2	9.6	5.8	8.5	6.4	5.9	5.6	5.1	4.9	5.4	3.9	3.5	3.8
Déficit en el saldo de bienes y servicios	20.1	20.8	16.7		17.0	16.2	16.0	15.5	15.1		12.1	9.2	
Exportaciones	53.3	50.7	50.3		47.7	47.8	48.4	49.0	49.3		49.0	45.7	
Importaciones	73.4	71.5	67.0		64.7	63.9	64.4	64.5	64.5		61.1	54.9	
Transferencias corrientes netas (negativo = entrada)	-12.5	-12.6	-12.2	-12.6	-12.3	-12.1	-11.9	-11.6	-11.3	-11.7	-8.8	-5.9	-8.1
<i>de las cuales: oficiales</i>	-2.2	-2.0	-1.3		-1.4	-1.4	-1.2	-1.1	-1.0		-0.7	-0.3	
Otros flujos de cuenta corriente (negativos = entrada neta)	1.6	1.4	1.3		1.7	1.8	1.4	1.2	1.0		0.7	0.2	
IED neta (negativo = entrada)	-7.3	-7.5	-7.5	-7.5	-7.2	-7.0	-6.9	-6.7	-6.5	-6.8	-4.6	-2.5	-4.1
Dinámica de la deuda endógena 2/	-4.2	-1.6	-6.0		-1.7	-1.7	-1.7	-1.6	-1.4		-1.2	-0.8	
Contribución de la tasa de interés nominal	1.4	1.5	1.3		1.5	1.7	1.8	1.9	2.0		1.6	1.2	
Contribución del crecimiento del PIB real	-4.0	-3.8	-3.9		-3.2	-3.4	-3.5	-3.5	-3.5		-2.8	-1.9	
Contribución de las variaciones de precio y del tipo de cambio	-1.6	0.7	-3.4		...	...	...	...	...		...	...
Residuo (3-4) 3/	5.2	3.7	-6.0		4.6	2.1	1.4	1.2	0.6		0.1	-2.3	
<i>del cual: financiamiento excepcional</i>	-0.3	-0.3	-0.2		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	
VA de la deuda externa 4/	...	...	67.3		68.9	67.9	65.9	63.6	60.8		47.6	32.6	
En porcentaje de las exportaciones	...	...	133.9		144.3	142.2	136.3	129.7	123.2		97.1	71.3	
VA de la deuda externa PGP	...	...	22.1		23.3	23.6	24.1	24.5	24.7		25.1	21.6	24.3
En porcentaje de exportaciones	...	...	44.0		48.7	49.4	49.7	50.0	50.0		51.2	47.4	50.5
En porcentaje de ingresos públicos	...	...	92.5		91.6	90.7	92.4	93.5	93.8		94.2	80.5	91.0
Relación servicio de la deuda/exportaciones (porcentaje)	10.9	11.4	11.7		8.1	9.6	11.1	11.4	11.8		8.7	6.7	
Relación servicio de la deuda PGP/exportaciones (porcentaje)	1.8	2.0	2.3		2.7	3.1	3.2	3.2	3.5		3.7	4.3	3.9
Relación servicio de la deuda PGP/ingresos (porcentaje)	4.0	4.3	4.8		5.1	5.8	5.9	6.0	6.5		6.9	7.3	7.0
Necesidades totales de financiamiento bruto (Billions de dólares de EE.UU.)	1406.8	1556.9	1136.4		982.9	1062.1	1163.6	1186.1	1259.3		1453.6	2539.9	
Déficit en cuenta corriente no generador de intereses que estabiliza el coeficiente de endeudamiento	6.3	5.5	19.5		4.4	6.7	7.2	7.1	7.4		5.7	5.5	
Principales supuestos macroeconómicos													
Crecimiento del PIB real (porcentaje)	5.1	4.5	4.7	4.8	4.3	4.5	4.7	4.9	5.0	4.8	5.0	5.0	5.0
Deflactor del PIB en términos de dólares de EE.UU. (variación porcentual)	2.0	-0.7	3.9	2.3	-1.8	0.7	1.2	1.7	1.8	1.4	1.8	2.4	2.1
Tasa de interés efectiva (porcentaje) 5/	1.9	1.8	1.5	1.8	1.9	2.3	2.4	2.7	2.9	2.5	2.8	3.0	2.9
Crecimiento de exportaciones de bienes y servicios (dólares de EE.UU., porcentaje)	10.1	-1.3	7.8	13.6	-2.7	5.4	7.3	8.2	7.5	7.1	7.0	6.5	6.7
Crecimiento de importaciones de bienes y servicios (dólares de EE.UU., porcentaje)	6.7	1.1	1.9	10.9	-1.0	4.0	6.7	7.0	6.8	6.1	6.3	6.2	6.2
Componente de donaciones de endeudamiento nuevo del sector público (porcentaje)	...	...	...		39.7	40.0	39.4	36.7	37.6		23.1	15.7	22.1
Ingresos públicos (excluidas donaciones, porcentaje del PIB)	23.6	23.9	23.9		25.4	26.0	26.0	26.2	26.3		26.6	26.9	26.7
Flujos de ayuda (Billions de dólares de EE.UU.) 7/	406.1	399.5	479.3		307.7	346.4	359.7	339.4	332.1		325.0	388.3	
<i>de las cuales: Donaciones</i>	149.1	111.4	131.6		169.5	184.5	169.1	159.0	136.6		230.0	373.3	
<i>de las cuales: Préstamos concesionarios</i>	257.0	288.1	347.7		138.2	162.0	190.6	180.4	195.5		95.0	15.0	
Financiamiento equivalente a donaciones (porcentaje del PIB) 8/	...	...	...		2.6	2.7	2.7	2.5	2.2		1.7	1.1	1.6
Financiamiento equivalente a donaciones (porcentaje del financiamiento externo) 8/	...	...	...		58.7	58.8	55.0	51.0	49.9		41.5	39.3	41.7
Partidos informativas:													
PIB nominal (Billions de dólares de EE.UU.)	10460.9	10850.7	11805.6		12083.6	12726.3	13490.1	14399.2	15389.3		23078.9	47136.6	
Crecimiento del PIB nominal en dólares	7.2	3.7	8.8		2.4	5.3	6.0	6.7	6.9		6.9	7.6	7.2
VA de deuda externa PGP (Billions de dólares de EE.UU.)	...	...	2545.2		2742.3	2930.8	3166.5	3445.4	3703.3		5652.7	9950.4	
(VAt-VAT-1)/PIBT-1 (porcentaje)	...	...	...		1.7	1.6	1.9	2.1	1.8		1.9	0.8	1.5
Remesas brutas de trabajadores (Billions de dólares de EE.UU.)	1014.2	1077.7	1135.8		1192.6	1252.2	1314.8	1380.6	1449.6		1834.2	2582.1	
PV of PPG external debt (in percent of GDP + remittances)	...	...	20.2		21.2	21.5	21.9	22.4	22.5		23.2	20.5	
PV of PPG external debt (in percent of exports + remittances)	...	...	36.9		40.4	41.0	41.4	41.8	42.0		44.1	42.3	
Debt service of PPG external debt (in percent of exports + remittances)	...	...	1.9		2.3	2.6	2.6	2.7	2.9		3.2	3.8	

Fuentes: Autoridades nacionales; y estimaciones y proyecciones del equipo técnico nacional.

1/ Incluye deuda externa de los sectores público y privado.

2/ Derivada como $(r - g - p(1+g))/(1+g+p+g)$ multiplicado el coeficiente de endeudamiento del período previo, donde r = tasa de interés nominal; g = tasa de crecimiento del PIB real, y p = tasa de crecimiento del deflactor del PIB en dólares de EE.UU.

3/ Incluye financiamiento excepcional (es decir, variaciones de atrasos y alivio de la deuda); variaciones de activos externos brutos; y ajustes de valoración. En el caso de las proyecciones también incluye la contribución de las variaciones de precios y del tipo de cambio.

4/ Supone que el VA de la deuda del sector público es equivalente a su valor nominal.

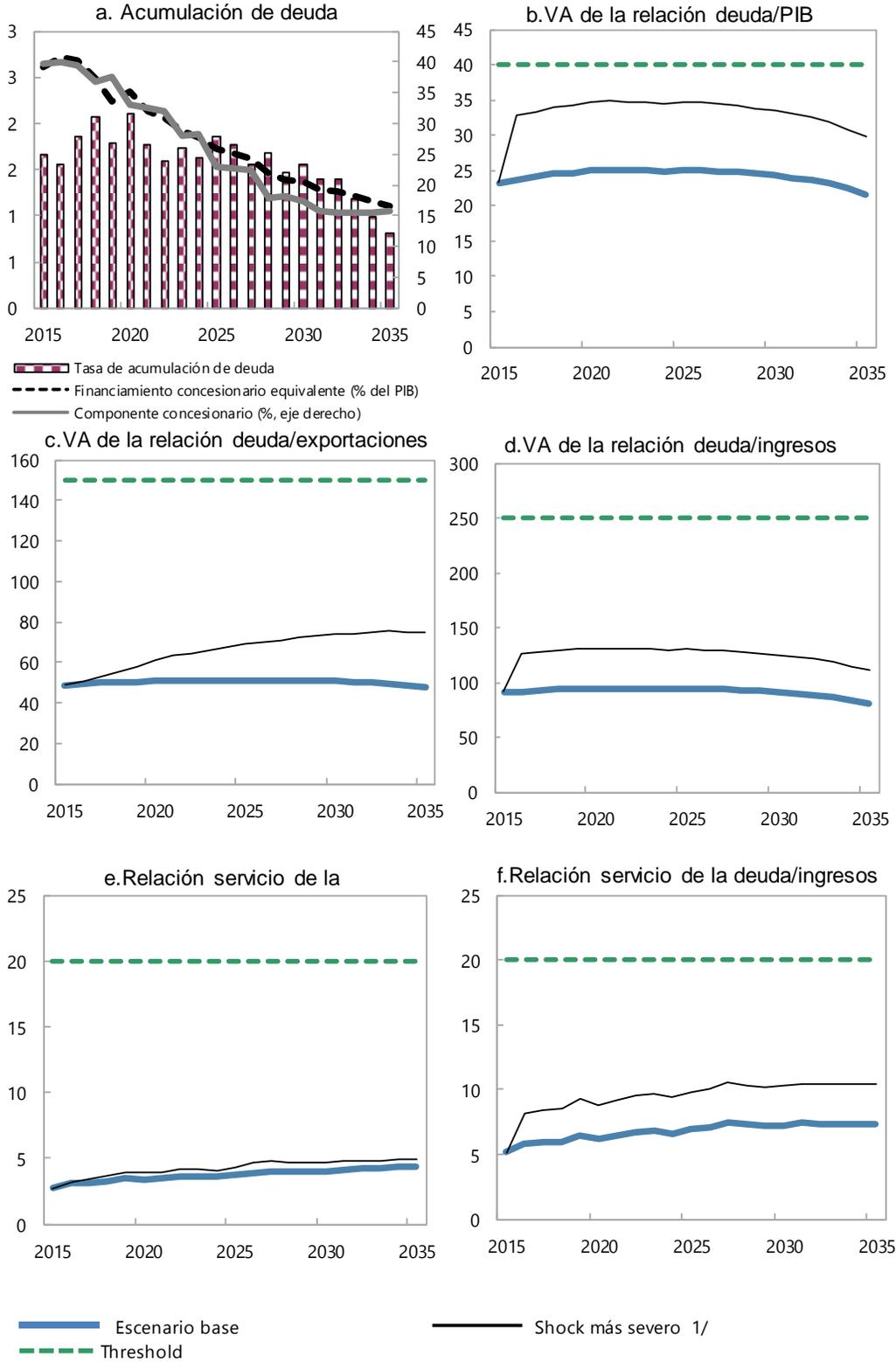
5/ Pagos de intereses del año corriente divididos por el saldo de la deuda del período previo.

6/ Los promedios históricos derivan de los últimos 5 años.

7/ Definidos como donaciones, préstamos concesionarios y alivio de la deuda.

8/ El financiamiento equivalente a donaciones incluye donaciones proporcionadas directamente al gobierno y a través de endeudamiento nuevo (diferencia entre el valor nominal y el VA de la deuda nueva).

Gráfico 3
Nicaragua: Indicadores Clave de deuda Externa 2015-2035



Cuadro 9
Nicaragua: Análisis de Sensibilidad de Indicadores Clave de deuda Externa
2015-2035

	Proyecciones							
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2025	2035
VA de la relación deuda/PIB								
Base	23	24	24	25	25	25	25	22
A. Escenarios alterantivos								
A1. Principales variables según sus promedios históricos 2013-2033 1/	23	27	32	37	41	45	61	68
A2. Préstamos nuevos del sector privado en condiciones menos favorables en 2013-2033 2/	23	24	26	27	29	30	34	34
B. Pruebas de tensión								
B1. Crecimiento del PIB real según su promedio histórico menos una desviación estándar en 2014-2015	23	24	25	25	26	26	26	22
B2. Crecimiento del valor de las exportaciones según su promedio histórico menos una desviación estándar en 2014-2015 3/	23	24	27	27	27	28	27	22
B3. Deflactor del PIB en dólares de EE.UU. según el promedio histórico menos una desviación estándar en 2014-2015	23	23	24	24	24	25	25	21
B4. Flujos no generadores de deuda netos según el promedio histórico menos una desviación estándar en 2014-2015 4/	23	25	27	27	27	27	27	22
B5. Combinación de B1-B4 utilizando shocks de media desviación estándar	23	23	23	24	24	24	24	21
B6. Depreciación nominal extraordinaria de 30% en relación con el escenario base en 2014 5/	23	33	33	34	34	35	35	30
VA de la relación deuda/exportaciones								
Base	49	49	50	50	50	51	51	47
A. Escenarios alterantivos								
A1. Principales variables según sus promedios históricos 2013-2033 1/	49	57	66	75	83	92	124	149
A2. Préstamos nuevos del sector privado en condiciones menos favorables en 2013-2033 2/	49	50	53	56	58	61	69	74
B. Pruebas de tensión								
B1. Crecimiento del PIB real según su promedio histórico menos una desviación estándar en 2014-2015	49	48	48	49	49	50	50	46
B2. Crecimiento del valor de las exportaciones según su promedio histórico menos una desviación estándar en 2014-2015 3/	49	51	60	60	59	60	59	52
B3. Deflactor del PIB en dólares de EE.UU. según el promedio histórico menos una desviación estándar en 2014-2015	49	48	48	49	49	50	50	46
B4. Flujos no generadores de deuda netos según el promedio histórico menos una desviación estándar en 2014-2015 4/	49	52	55	55	55	56	55	48
B5. Combinación de B1-B4 utilizando shocks de media desviación estándar	49	46	45	46	46	47	47	44
B6. Depreciación nominal extraordinaria de 30% en relación con el escenario base en 2014 5/	49	48	48	49	49	50	50	46
VA de la relación deuda/ingresos								
Base	92	91	92	93	94	94	94	80
A. Escenarios alterantivos								
A1. Principales variables según sus promedios históricos 2013-2033 1/	92	105	122	140	156	170	229	253
A2. Préstamos nuevos del sector privado en condiciones menos favorables en 2013-2033 2/	92	93	99	104	109	113	127	126
B. Pruebas de tensión								
B1. Crecimiento del PIB real según su promedio histórico menos una desviación estándar en 2014-2015	92	91	96	97	97	98	98	83
B2. Crecimiento del valor de las exportaciones según su promedio histórico menos una desviación estándar en 2014-2015 3/	92	92	103	104	104	104	102	82
B3. Deflactor del PIB en dólares de EE.UU. según el promedio histórico menos una desviación estándar en 2014-2015	92	89	91	92	92	93	92	78
B4. Flujos no generadores de deuda netos según el promedio histórico menos una desviación estándar en 2014-2015 4/	92	95	102	103	103	102	101	81
B5. Combinación de B1-B4 utilizando shocks de media desviación estándar	92	88	89	90	90	91	91	78
B6. Depreciación nominal extraordinaria de 30% en relación con el escenario base en 2014 5/	92	126	128	130	130	130	130	111

Cuadro 9 (Continuación)
Nicaragua-Análisis de Sensibilidad de Indicadores Clave de deuda Externa 2015-2035

	Proyecciones							
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2025	2035
Relación servicio de la deuda/exportaciones								
Base	3	3	3	3	3	3	4	4
A. Escenarios alterativos								
A1. Principales variables según sus promedios históricos 2013-2033 1/	3	3	3	4	4	4	6	10
A2. Préstamos nuevos del sector privado en condiciones menos favorables en 2013-2033 2/	3	3	3	3	4	4	4	6
B. Pruebas de tensión								
B1. Crecimiento del PIB real según su promedio histórico menos una desviación estándar en 2014-2015	3	3	3	3	3	3	4	4
B2. Crecimiento del valor de las exportaciones según su promedio histórico menos una desviación estándar en 2014-2015 3/	3	3	3	4	4	4	4	5
B3. Deflactor del PIB en dólares de EE.UU. según el promedio histórico menos una desviación estándar en 2014-2015	3	3	3	3	3	3	4	4
B4. Flujos no generadores de deuda netos según el promedio histórico menos una desviación estándar en 2014-2015 4/	3	3	3	3	4	4	4	5
B5. Combinación de B1-B4 utilizando shocks de media desviación estándar	3	3	3	3	3	3	4	4
B6. Depreciación nominal extraordinaria de 30% en relación con el escenario base en 2014 5/	3	3	3	3	3	3	4	4
Relación servicio de la deuda/ingresos								
Base	5	6	6	6	6	6	7	7
A. Escenarios alterativos								
A1. Principales variables según sus promedios históricos 2013-2033 1/	5	6	6	7	8	8	11	18
A2. Préstamos nuevos del sector privado en condiciones menos favorables en 2013-2033 2/	5	6	6	6	7	7	7	11
B. Pruebas de tensión								
B1. Crecimiento del PIB real según su promedio histórico menos una desviación estándar en 2014-2015	5	6	6	6	7	7	7	8
B2. Crecimiento del valor de las exportaciones según su promedio histórico menos una desviación estándar en 2014-2015 3/	5	6	6	6	7	7	7	8
B3. Deflactor del PIB en dólares de EE.UU. según el promedio histórico menos una desviación estándar en 2014-2015	5	6	6	6	7	6	7	7
B4. Flujos no generadores de deuda netos según el promedio histórico menos una desviación estándar en 2014-2015 4/	5	6	6	6	7	7	7	8
B5. Combinación de B1-B4 utilizando shocks de media desviación estándar	5	6	6	6	6	6	7	7
B6. Depreciación nominal extraordinaria de 30% en relación con el escenario base en 2014 5/	5	8	8	8	9	9	10	10
Partida informativa:								
Componente de donaciones supuesto del financiamiento residual (es decir, financiamiento necesario por encima del nivel de base) 6/	22	22	22	22	22	22	22	22

Fuentes: Autoridades de los países; y estimaciones y proyecciones del personal técnico del país.

1/ Las variables incluyen crecimiento del PIB real, crecimiento del deflactor del PIB (en dólares de EE.UU.), cuenta corriente sin intereses en porcentaje del PIB, y flujos no generadores de deuda.

2/ Se supone que la tasa de interés de del endeudamiento nuevo es 2 puntos porcentuales mayor que en el escenario base, mientras que los períodos de gracia y vencimiento son iguales que en el escenario base.

3/ Se supone que los valores de las exportaciones permanecen constantes en un nivel más bajo, pero se supone que la cuenta corriente como proporción del PIB retorna al nivel de base después del shock (suponiendo implícitamente

4/ Incluye transferencias oficiales y privadas e IED.

5/ La depreciación se define como la reducción porcentual del tipo de cambio dólar/moneda local, siempre que no exceda el 100%.

6/ Se aplica a todos los escenarios de tensión excepto A2 (financiamiento en condiciones menos favorables), en cuyo caso las condiciones de todo nuevo financiamiento se especifican en la nota de pie 2.

ANEXO 2. Estrategia de Deuda de Mediano Plazo

Resumen ejecutivo

Como parte de las actividades de fortalecimiento de capacidades establecidas en el Plan Estratégico País acordado entre el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) y el Programa de Deuda Pública del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), implementado con el financiamiento de la Secretaría para la Cooperación y Desarrollo (SECO) de Suiza, se desarrolló una misión y un Taller Nacional de Estrategia de Financiamiento Sostenible (EFIS) en la ciudad de Managua, Nicaragua, del 9 al 20 de noviembre de 2015. El objetivo fue capacitar a los asistentes en las herramientas de análisis de sostenibilidad de deuda y estrategia de gestión de deuda a mediano plazo, así como, una vez actualizada la información, realizar las simulaciones correspondientes. Los resultados de la Estrategia de Gestión de Deuda de Mediano Plazo de Nicaragua se presentan en este documento.

Para el desarrollo de la estrategia de gestión de deuda se utilizó la herramienta analítica MTDS AT y se realizaron los siguientes pasos: identificación del objetivo de gestión de la deuda y alcance de la estrategia; identificación de la estrategia actual y análisis de costo y riesgo de la cartera vigente; identificación y análisis de las nuevas fuentes de financiamiento; identificación de las proyecciones de línea base, así como de los riesgos asociados a ésta; identificación de los factores estructurales que podrían afectar a la estrategia; y por último, diseño de estrategias alternativas y análisis de costo y riesgo de éstas. Posteriormente, basado en este análisis, en el objetivo de gestión de la deuda y en las perspectivas internacionales, se procedió a la elección de una estrategia para ser sugerida a las autoridades, y se establecieron los pasos y políticas necesarios que se tendrían que implementar para la realización de ésta.

El objetivo de Ley General de Deuda Pública, Ley No. 477, señalado en su Artículo 1 es “.....regular el proceso de endeudamiento público, para asegurar que las necesidades financieras del Gobierno y sus obligaciones de pago se satisfagan al menor costo posible, en forma consistente con la adopción de un grado de riesgo prudente, determinando y asegurando la capacidad de pago del país de acuerdo con el comportamiento de las variables macroeconómicas relevantes”. Esta misma Ley establece la preparación de una Estrategia Nacional de Deuda Pública que deberá ser elaborada por el MHCP como organismo rector del endeudamiento público y remitida al Presidente de la República para su aprobación y publicación.

La Estrategia Nacional de Endeudamiento Público (EDNP) para el período 2013-2015 establece para la deuda externa mantener el indicador deuda sobre PIB entre 40% y 50% en promedio, el tiempo promedio al vencimiento entre 15.5 y 13.5 años, y las contrataciones de deuda a tasa variable en el rango de 20% - 25% del total contratado anualmente; para la deuda interna se establece la estandarización de todos los documentos, un plazo mayor a 6 años para los valores estandarizados emitidos, y un tiempo promedio de vencimiento de entre 5.8 y 6.2 años para finales de 2015.

En los últimos años, el saldo de la deuda pública se ha reducido significativamente debido a una política fiscal y de endeudamiento prudente, así como resultado de las iniciativas de alivio de deuda que han sido implementadas. De esta forma, la deuda disminuyó de US\$ 6,802.1 millones en 2005 a US\$ 5,800.3 millones en 2014. En este último año, la deuda externa representó el 83.0% y la interna el 17.0%. La deuda externa está compuesta principalmente por acreedores oficiales, que representan el 99.0%, los multilaterales el 60.0%, bilaterales el 39.0% y los acreedores privados el 1.0%. Por su parte la deuda interna está concentrada principalmente en el sistema financiero. En cuanto al servicio de deuda, éste representó el 7.0% del PIB en 2014 (US\$ 771.1 millones), siendo la deuda externa el 17.0% del total, mientras que la deuda interna el 83.0%.

Para el ejercicio de estrategia de deuda un paso necesario es el análisis de la cartera actual que se realizó con cifras estimadas para finales de 2015 y se basó en la deuda del Gobierno Central. Para 2015, el saldo nominal estimado de la deuda total del Gobierno Central es de US\$ 3,967.9 millones (32.0% del PIB), representando la deuda externa el 79.0% (25.2% del PIB) y la deuda interna el 21.0% del total (6.8% del PIB). Para el análisis de cartera realizado se utilizaron tres indicadores de riesgo; el riesgo de refinanciamiento, en el cual el tiempo promedio al vencimiento presenta un buen nivel (13.8 años) para la cartera total y a su interior la deuda interna con un promedio más bajo (4.4 años) presenta el mayor riesgo; el riesgo de tasa de interés no es elevado, ya que el tiempo promedio de refijación es de 12.4 años y la deuda a tasa fija es 91.5% de la deuda total.

Por su parte, las proyecciones macroeconómicas muestran mejoras en el ritmo de la actividad económica y disminución de los desequilibrios macroeconómicos. El crecimiento proyectado en 2016 es del 4.5%, ligeramente superior al estimado para 2015 (4.3%) y adquiriría una mayor dinámica en los siguientes años con un promedio anual 2016–2019 de 4.8%. Se estima una disminución gradual del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos luego del incremento en 2015 por el impulso en las inversiones y el efecto del descenso de algunos precios de exportación. El déficit del Gobierno Central, de acuerdo al Marco Fiscal de Mediano Plazo 2016–2019, luego de un incremento en 2016 (1.0% del PIB) por la mayor inversión pública y los gastos que demandará el proceso electoral, presenta disminuciones graduales hasta ubicarse en 0.7% del PIB en 2019.

Las perspectivas de nuevo financiamiento han cambiado significativamente durante los últimos años. En julio 2015 el Banco Mundial modificó de categoría a Nicaragua de IDA a IDA –GAP, lo que significa que el país tendrá acceso a recursos que no estarán sujetos a la política del límite de concesionalidad. Como resultado de esto, acreedores como el BID también han cambiado recientemente su composición en términos de asignación de recursos, pasando de un 50.0% por recursos del Fondo de Operaciones Especiales (FOE) y 50.0% de Capital Ordinario (CO) a 40.0% FOE y 60.0% CO. También, los acreedores bilaterales han adquirido más importancia durante los últimos años, siendo los más relevantes India, Kuwait y Japón. En cuanto al mercado interno, la expectativa es contar con fuentes alternativas de financiamiento y, para esto, se

emitirán valores estandarizados y desmaterializados, se emitirá un solo tipo de valor para cualquier tipo de deuda, se espera cubrir los plazos de la curva de rendimiento, así como aumentar la base de inversionistas y mejorar la comunicación con los participantes del mercado.

Las estrategias que se analizaron durante el taller son las siguientes: i) “Estrategia 1. Políticas actuales” que plantea mantener la composición de la cartera de deuda de los últimos años (70.0% para la deuda externa y el 30% para la deuda interna) y los términos concesionales, así como los instrumentos existentes actualmente en el mercado (3, 5 y 7 años); ii) “Estrategia 2. Deuda menos concesional” mantiene la misma composición (70.0% deuda externa y 30.0% deuda interna) pero contempla cada vez menos deuda concesional acorde con las nuevas condiciones para Nicaragua; iii) “Estrategia 3. Desarrollo de mercado interno” que contempla de igual forma deuda menos concesional para la deuda externa, pero manteniendo una composición de 60.0% deuda externa – 40.0% deuda interna. Para las dos últimas estrategias, se contempla el desarrollo de instrumentos de un año en el mercado interno.

El indicador deuda sobre PIB disminuye en las tres estrategias con respecto a la situación actual debido a la disminución en el crecimiento de los saldos de deuda y la aceleración en el crecimiento del PIB. La tasa de interés implícita aumenta en comparación con la tasa actual, debido a la disminución de la concesionalidad que se asume. En cuanto a los riesgos (refinanciamiento, tasa de interés y tipo de cambio), estos también presentan un deterioro con respecto al estado actual por la misma razón: la disminución de la concesionalidad. Sin embargo, si se compara entre los tres escenarios alternativos las diferencias entre estos indicadores son marginales.

El deterioro en algunos indicadores con respecto al estado actual es un resultado predecible si se toma en cuenta que las fuentes de financiamiento concesional irán disminuyendo cada vez más. La estrategia 2 recomendada, es la más realista ya que contempla mayor financiamiento externo con términos menos concesionales, no representa un deterioro significativo de los indicadores de costo y riesgo con respecto a las estrategias alternativas y es intermedia entre la actual (financiamiento concesional) y la tercera analizada (desarrollo de mercado de deuda interna), lo que implica que, además de internalizar el nuevo escenario del financiamiento externo para Nicaragua, promueve un menor uso de deuda interna por parte del sector público permitiendo liberar recursos para el financiamiento del sector privado.

De acuerdo a los resultados de la estrategia 2 sugerida, se recomiendan los rangos específicos en términos de los indicadores analizados para la deuda del Gobierno Central; además de los principales lineamientos. Asimismo, se recomiendan las acciones que faciliten del instrumental y el conocimiento para la implementación de la estrategia que tiene como particularidad un nuevo panorama de financiamiento externo y la profundización del mercado interno. En este contexto, se han empezado diversos proyectos con diferentes instituciones, entre las que se encuentra el CEMLA. Como parte de estos proyectos, se planteó la evaluación y, de ser necesario, reorganización

de la estructura administrativa de la Dirección General de Crédito Público, con el fin de que esté alineada a las mejores prácticas internacionales y a las perspectivas de financiamiento actuales. De igual forma, se ha venido desarrollando un proyecto que contempla la mejora de las relaciones con las agencias calificadoras, así como la capacitación en la metodología utilizada para medir el riesgo crediticio del país, con el fin de mejorar la calificación de deuda soberana de Nicaragua.

1. Introducción

Como parte de las actividades de fortalecimiento de capacidades establecidas en el Plan Estratégico País acordado entre el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) y el Programa de Deuda Pública del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), implementado con el financiamiento de la Secretaría para la Cooperación y Desarrollo (SECO) de Suiza, se desarrolló una misión y un Taller Nacional de Estrategia de Financiamiento Sostenible (EFIS) en la ciudad de Managua, Nicaragua, del 9 al 20 de noviembre de 2015. En el taller participaron funcionarios del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), Banco Central de Nicaragua (BCN), Ministerio de Relaciones Exteriores (MINREX), Ministerio de Fomento Industria y Comercio (MIFIC) y Asamblea Nacional (AN).

El evento se desarrolló en tres etapas. Durante las dos primeras etapas (misión del 9 al 13 de noviembre), de manera previa al taller, se capacitó al equipo nacional en las herramientas analíticas para llevar a cabo las simulaciones: i) Herramienta Analítica de Estrategia de Deuda de Mediano Plazo (MTDS AT, por su siglas en inglés) y ii) Plantilla del Marco de Sostenibilidad de Deuda (DSF, por su siglas en inglés) y se procedió a la recopilación, actualización, análisis y preparación de las cifras requeridas para el Taller. Durante la tercera etapa (taller del 16 al 20 de noviembre), se realizaron las simulaciones de los escenarios y análisis de sostenibilidad y estrategia de la deuda pública.

El presente documento es una síntesis de los resultados obtenidos en el Taller, particularmente en lo que concierne a la Estrategia de Deuda de Mediano Plazo y cuenta con los detalles y cálculos que sustentan sus resultados.

2. Marco legal y objetivo de la gestión de deuda

Como señala en su Artículo 1 la Ley No. 477, Ley General de Deuda Pública, “El objetivo de la presente Ley es regular el proceso de endeudamiento público, para asegurar que las necesidades financieras del Gobierno y sus obligaciones de pago se satisfagan al menor costo posible, en forma consistente con la adopción de un grado de riesgo prudente, determinando y asegurando la capacidad de pago del país de acuerdo con el comportamiento de las variables macroeconómicas relevantes”.

Asimismo el Artículo 2 de la Ley No. 477, dice “Estarán sujetas a la Ley todas las Instituciones del instituciones del sector público que realicen operaciones de crédito

interno y externo, así como también cuando requieran del aval o garantía del Estado para sus contrataciones de financiamiento interno o externo”.

La Deuda Pública incluye las siguientes operaciones de crédito público (Artículo 6):

- Contratación de préstamos con otros Estados, organismos financieros internacionales, bancos o instituciones financieras privadas extranjeras o nacionales, o provenientes de cualquier otra persona natural o jurídica residente en el país o en el extranjero.
- Emisión y colocación primaria de Títulos Valores, incluyendo Letras de la Tesorería General de la República o cualquier otro valor pagadero a plazo.
- Celebración de contratos entre instituciones del sector público con personas naturales o jurídicas, nacionales o extranjeras, cuyo pago se pacte a plazo.
- Consolidación, renegociación, reprogramación y conversión de deudas.
- La contratación de obras, servicios o adquisiciones cuyo pago total o parcial se estipule realizar en el plazo de más de un ejercicio presupuestario posterior al vigente, siempre y cuando los conceptos que financien se hayan devengado anteriormente.
- Cualquier otro compromiso financiero adquirido por instituciones del sector público que impliquen obligaciones de pago en corto, mediano y largo plazo.

Asimismo, la Ley General de Deuda Pública establece la preparación de una Estrategia Nacional de Deuda Pública (Artículo 10), a través del MHCP como organismo rector del endeudamiento público, a ser remitida al Presidente de la República para su aprobación y publicación. Esta estrategia deberá contener, entre otros, los siguientes elementos:

- La capacidad de pago del país y la sostenibilidad macroeconómica de la deuda.
- La conciliación de los objetivos de los proyectos y programas de desarrollo con la capacidad de endeudamiento externo e interno del país.
- La disponibilidad prevista de recursos presupuestarios para la contraparte de programas y proyectos.
- La orientación de la asistencia técnica y financiera hacia la inversión y a los programas de desarrollo económico y social.

- Un plan de renegociación y conversión de la Deuda Pública interna y externa cuyo propósito sea la reducción de los niveles de deuda, reducción del costo de financiamiento o de ambos.
- Un límite de endeudamiento global, considerando de manera prudente los riesgos y la vulnerabilidad de los ingresos internos y externos proyectados, así como también el perfil del servicio de la deuda.

3. Estrategia Nacional de Endeudamiento Público (ENDP)

La Estrategia Nacional de Deuda Pública (ENDP) establece importantes directrices para la gestión de la deuda pública en el periodo 2013-2015. Para la deuda externa, el indicador deuda externa sobre PIB se debe mantener entre 40% y 50%; se deben minimizar las contrataciones no tradicionales, conservándolas menores al 40% en promedio para el periodo; el tiempo promedio al vencimiento debe de encontrarse entre el rango de 15.5 – 13.5 años; y por último, las contrataciones de deuda a tasa variable se debe mantener en el rango del 20% - 25% del total contratado anualmente.

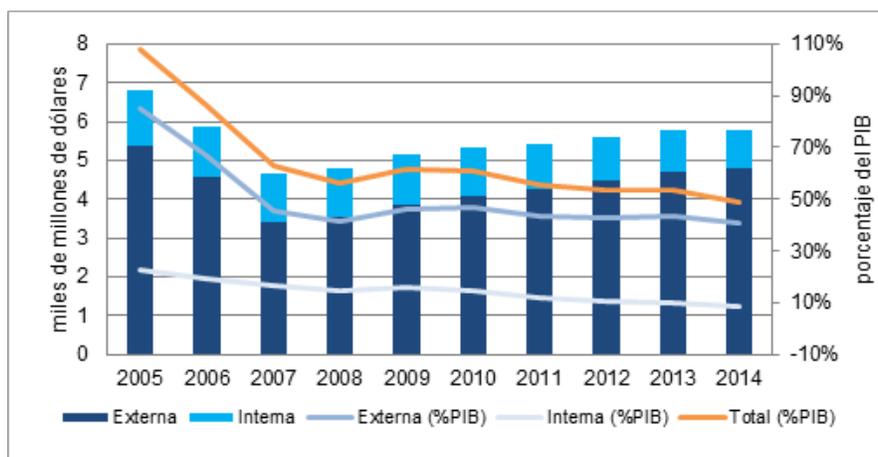
En cuanto a la deuda interna se deben estandarizar todos los documentos; los valores estandarizados emitidos deben tener un plazo mayor a 6 años; y se debe obtener un tiempo promedio de vencimiento de entre 5.8 – 6.2 años para finales de 2015.

4. Cartera de deuda existente y análisis de costo y riesgo

4.1. Comportamiento reciente de la cartera de deuda

En los últimos años, el saldo de la deuda pública se ha reducido significativamente debido a una política fiscal y de endeudamiento prudente. De igual forma, ha contribuido a este resultado la implementación del alivio de deuda bajo la Iniciativa de Alivio de Deuda Multilateral (IADM) otorgado por el Banco Mundial (BM), el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), así como la recompra de la deuda comercial. Como resultado, la deuda disminuyó de US\$ 6,802.1 millones en 2005 a US\$ 5,800.3 millones en 2014, aunque a partir de 2009 los saldos muestran un incremento, éstos son menores al crecimiento del PIB nominal, por lo que el indicador deuda/PIB muestra una tendencia decreciente (Gráfico 1).

Gráfico N° 1: Deuda pública total 2005-2014
(En miles de millones de dólares y porcentajes del PIB)



La deuda pública total al 31 de diciembre de 2014 está compuesta en 83.0% de deuda externa y 17.0% de deuda interna (Cuadro 1). En términos de deuda externa, los acreedores oficiales constituyen más del 99.0%, en tanto que los acreedores privados representan menos del 1.0% de la cartera de deuda. Por su parte, la deuda interna está concentrada en el sistema financiero.

Cuadro N° 1: Deuda pública por acreedor al 31 de diciembre de 2014
(En millones de dólares y participación relativa en %)

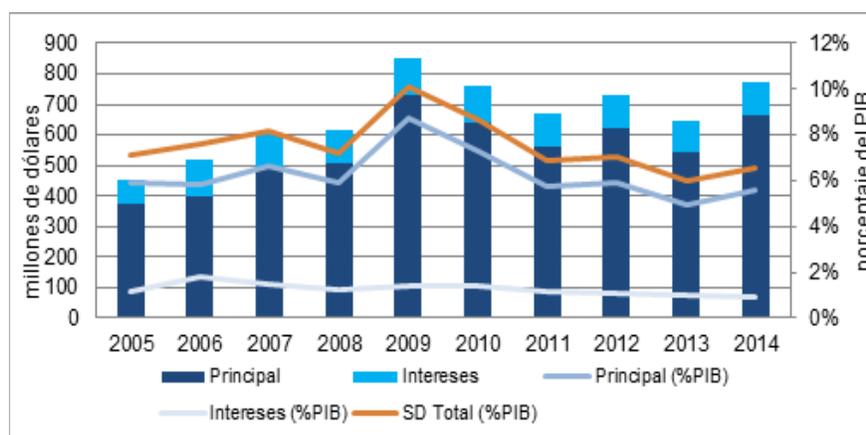
	US\$ millones	% del total
Deuda Pública Total (A+B)	5,800.3	100%
% del PIB	49%	
A) Deuda Pública Externa (I+II)	4,796.0	83%
I. Oficial	4,766.9	
1. Multilateral	2,883.9	60%
2. Bilateral	1,883.0	39%
II. Comercial	29.1	1%
B) Deuda Publica Interna	1,004.3	17%
Sistema Financiero	289.6	29%
Otros	714.7	71%

Fuente: BCN

El servicio de la deuda muestra un nivel bajo en 2005 debido a las condonaciones formalizadas en el marco de la Iniciativa para Países Pobres muy Endeudados (HIPC, por sus siglas en inglés). En 2007, el servicio de deuda se incrementó en el pago de principal, debido a la recompra de deuda externa con la Banca Comercial Internacional realizada a finales de 2007 por un monto de US\$ 63.2 millones (Gráfico 2). En cuanto al aumento que se observa en 2009, este se debe a la redención de Letras del Banco

Central. Los incrementos observados en 2012 se deben principalmente a la redención de Bonos de la Republica de Nicaragua (BRN) por parte del Gobierno Central. Al igual que en el caso de la deuda pública total, es importante mencionar que a pesar de que se observa incrementos en el servicio de deuda, el indicador Servicio de deuda/PIB muestra una tendencia decreciente.

Gráfico N° 2: Servicio de la deuda pública total 2005-2014
(En millones dólares y porcentajes del PIB)



Durante 2014, Nicaragua honró deuda por la suma de US\$ 771.1 millones que representa el 7.0% del PIB. El servicio de deuda externa representa el 17.0% del total, mientras que el servicio de deuda interna representa el 83.0% (Cuadro 2). El servicio de la deuda interna se incrementó por el pago de principal referido a letras del Banco Central.

Cuadro N° 2: Servicio de la deuda pública al 31 de diciembre de 2014
(En millones de dólares y participación relativa en %)

	US\$ millones	% del total
Servicio de Deuda Pública Total (A+B)	771.1	100%
% del PIB	7%	
A) Servicio de Deuda Pública Externa	133.9	17%
Principal	83.0	62%
Interés	50.9	38%
B) Servicio de Deuda Publica Interna	637.2	83%
Principal	578.3	91%
Interés	58.8	9%

Fuente: BCN

4.1.1. Deuda Pública Externa

Desde principios de los 2000 la deuda externa pública disminuyó significativamente, tendencia que se observa de forma más pronunciada en el período 2005 a 2007, sobre todo en lo que respecta a la deuda multilateral (Gráfico 3). En este período, la deuda externa se redujo de US\$ 5,375.4 millones a US\$ 3,415.3 millones principalmente por el alivio de deuda en el marco de la Iniciativa HIPC y de la Iniciativa de Alivio de deuda Multilateral. A partir de 2008, la deuda externa medida en dólares adquiere una tendencia creciente, pero en porcentaje del PIB mantiene la tendencia decreciente con leves incrementos en 2009 y 2010, reflejando una trayectoria sostenible del endeudamiento externo.



Durante el período 2008 al 2014, la deuda externa pública multilateral presentó un aumento promedio anual de 13.0% mientras que la deuda bilateral tuvo una disminución promedio anual del 2.0%. De igual forma, la deuda con acreedores privados disminuyó en un 4.0% en promedio anual.

A fines de 2014, el saldo de la deuda externa alcanzó a US\$ 4,796.0 millones, que representa un incremento del 2.0% respecto al año 2013. La deuda externa multilateral representó el 60.0%, la deuda bilateral el 39.0% y la deuda con acreedores privados el 1.0% (Cuadro 3). Destaca el BID como el principal acreedor multilateral (US\$ 1,402.2 millones), seguido por el BM (IDA US\$ 523.3 millones) y el BCIE (US\$ 437.9 millones). En la deuda bilateral destacan los acreedores provenientes de Latinoamérica (US\$ 988.5 millones) y Europa del Este (US\$ 165.3 millones).

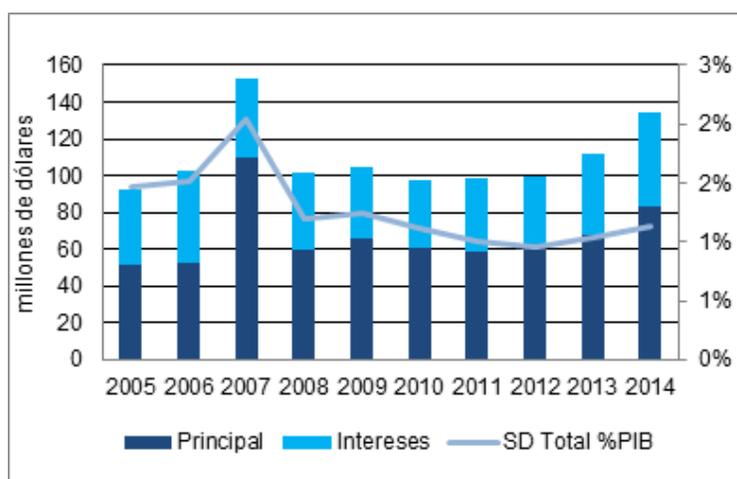
Cuadro 3: Saldo de la deuda externa por acreedor al 31 de diciembre de 2014
(En millones de dólares y participación relativa en %)

	US\$ millones	% del total
Saldo Deuda Pública Externa (I+II)	4,796.0	100%
I. Oficiales (1+2)	4,766.9	99%
1. Multilaterales	2,883.9	60%
BID	1,402.2	29%
IDA	523.3	11%
BCIE	437.9	9%
FMI	303.4	6%
Otros	217.1	5%
2. Bilaterales	1,883.0	39%
Latinoamérica	988.5	21%
Club de París	165.3	3%
Europa del Este	2.2	0%
Otros	727.1	15%
II. Privados	29.1	1%
Banca Comercial	4.8	0%
Proveedores y Otros	24.3	0.5%

Fuente: BCN

Con respecto al servicio de la deuda externa pública, en 2007 se presentó un aumento debido a la recompra de deuda con la Banca Comercial. De 2008 al 2012 el servicio se mantiene estable, luego en 2013 y 2014 los pagos de principal aumentaron para cumplir obligaciones con acreedores multilaterales. Cabe mencionar que estos incrementos son menos pronunciados en el ratio del servicio de deuda externa/PIB debido al buen desempeño de la actividad económica en los últimos años (Gráfico 4).

Gráfico 4. Servicio de la deuda pública externa
(En millones de dólares y porcentaje del PIB)



4.1.2. Deuda Pública Interna

En el período 2005-2014 la deuda interna ha disminuido en 30.0%, con descensos similares tanto en la deuda del Gobierno Central como en la del Banco Central, de modo que la participación de ambos en el total no sufrió modificaciones relevantes, destacando la concentración de más del 70.0% en el Gobierno Central. A fines de 2014 el saldo de la deuda pública interna alcanzó a US\$ 1,004.3 millones, 5.0% menos que el saldo a fines del año 2013.

El mayor componente de la deuda interna del Gobierno Central son los BPI (Bonos de Pagos por Indemnización, emitidos como parte de transacciones judiciales en las expropiaciones que se produjeron en la década de 1980). Sin embargo, en los últimos años han adquirido relevancia los Bonos de la Republica de Nicaragua. Por su parte, el Banco Central tiene concentrada su deuda en Títulos Bancarios denominados Bonos Bancarios (Cuadro 4).

Cuadro 4: Saldo de la deuda pública interna por instrumentos
(En millones de dólares)

Concepto	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Deuda Pública Interna Total	1,426.8	1,325.0	1,256.8	1,254.0	1,318.3	1,264.0	1,169.9	1,122.6	1,062.3	1,004.3
Gobierno Central - Central Government	1,005.2	1,000.3	934.7	884.2	909.3	910.3	899.8	856.4	735.3	714.7
BPI y CBPI	966.7	974.5	897.5	816.7	739.8	668.4	600.6	544.7	480.5	427.4
Bonos de la república de Nicaragua ^{1/}	17.6	14.6	18.4	50.2	147.9	237.6	298.8	311.4	254.5	287.1
Letras de cambio y subastas ^{1/}	9.3	1.5	10.9	10.5	16.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Otros ^{2/}	11.5	9.8	7.9	6.8	5.1	4.3	0.4	0.4	0.3	0.2
Banco Central	421.6	324.7	322.1	369.8	409.0	353.7	270.1	266.1	327.1	289.6
Títulos bancarios ^{3/}	236.4	202.3	174.9	188.8	186.4	184.0	181.6	177.1	170.6	164.0
Otros títulos	185.2	122.4	147.2	181.0	222.6	169.7	88.5	89.0	156.5	125.6

Fuente: BCN

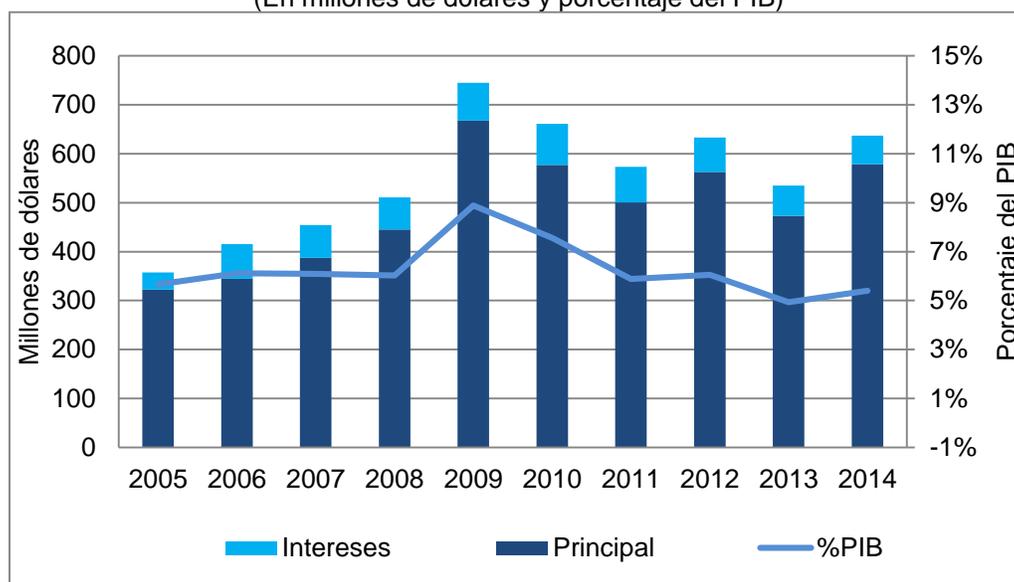
^{1/}Incluye títulos colocados mediante subastas competitivas y no competitivas al sector privado y empresas públicas

^{2/}Incluye certificados, acciones, pagarés y contratos

^{3/}Se refiere al principal de la deuda en concepto de Bonos del Banco Central de Nicaragua cupón cero (llamados bonos bancarios) emitidos por el BCN por cuenta del Gobierno (no incluye intereses)

En el período 2005-2014 el servicio de deuda pública interna ha aumentado en 78.0%, la amortización presenta casi el mismo nivel que el servicio de deuda total (promedio de 88.0% durante el período). El pago del principal ha tenido incrementos significativos durante los años 2009, 2010, 2012 y 2014, en éstos se han pagado Letras del Banco Central y Bonos de la Republica de Nicaragua. Por su parte los intereses representaron, durante el período, el 12.0% del servicio de deuda interna (Gráfico 5). Como se observa, el servicio de deuda interna es muy relevante en el servicio de deuda total.

Gráfico 5. Servicio de la deuda pública interna
(En millones de dólares y porcentaje del PIB)



4.2. Indicadores de costo y riesgo de la cartera vigente

El análisis de cartera realizado se concentró en las cifras estimadas para finales de 2015 y se basó en la deuda del Gobierno Central. Para 2015, el saldo nominal estimado de la deuda total del Gobierno Central es de US\$ 3,967.9 millones, representando la deuda externa el 79.0% (US\$ 3,123.7 millones) y la deuda interna el 21.0% del total (US\$ 844.2 millones). La deuda total representa el 32.0% del PIB, la deuda externa el 25.2% y la interna el 6.8%. En este año el pago de intereses de la deuda total representa el 0.9% del PIB a una tasa de interés promedio ponderada de 2.8% (Cuadro 5).

Cuadro 5. Indicadores de Costo y Riesgo

Indicadores de riesgo	2015			
	Deuda externa	Deuda interna	Deuda total	
Monto (en millones de córdobas)	85141.2	23010.0	108151.2	
Monto (en millones de USD)	3123.7	844.2	3967.9	
Deuda nominal como % del PIB	25.2	6.8	32.0	
Valor presente como % del PIB	17.9	6.8	24.7	
Costo de la deuda	Pago de interés como % del PIB	0.5	0.4	0.9
	Tasa de interés promedio ponderada (%)	2.1	5.4	2.8
Riesgo de refinanciamiento	TPV (años)	16.3	4.4	13.8
	Deuda a vencer en un año (% del total)	2.3	14.8	4.9
	Deuda a vencer en un año (% del PIB)	0.6	1.0	1.6
Riesgo de tasa de interés	TPR (años)	14.6	4.4	12.4
	Deuda a refijar en un año (% del total)	13.0	14.8	13.4
	Deuda a tasa fija (% del total)	89.2	100.0	91.5
Riesgo de tipo de cambio	Deuda en moneda extranjera (% del total)			100

Nota: TPV= Tiempo promedio al vencimiento, TPR= Tiempo promedio de refijación

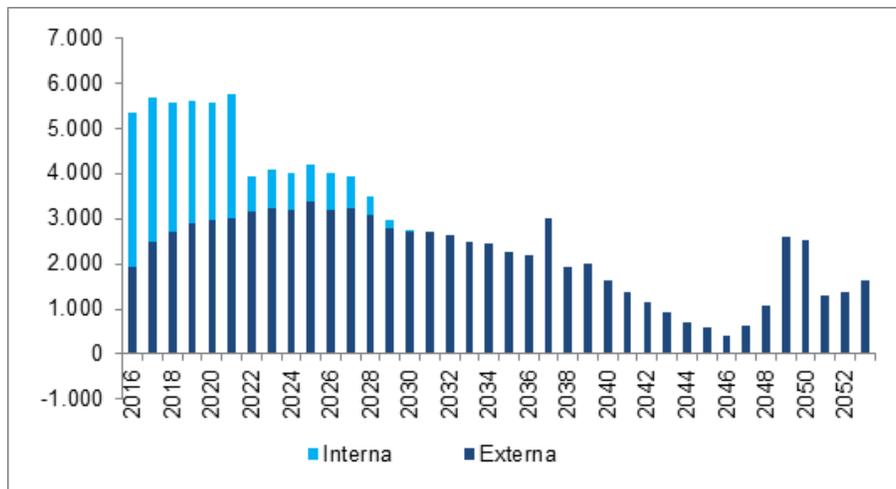
4.2.1. Riesgo de refinanciamiento

En cuanto a los riesgos, se observa que el tiempo promedio de vencimiento (TPV) de la cartera es de 13.8 años, 16.3 años para la deuda externa y 4.4 años para la deuda interna. En este sentido, el riesgo de refinanciamiento en promedio es bajo, debido a que en 2015 los acreedores con condiciones de financiamiento concesionales representan el 58.2% de la deuda. Respecto a la deuda a vencer en un año, la proporción para la deuda externa es baja (2.3% del total) y mayor para la deuda interna (14.8%).

El riesgo de refinanciamiento se puede observar en mayor detalle en el perfil de vencimientos que se expone en el Gráfico 6. Destacan los vencimientos más elevados en los primeros años, lo que se debe principalmente a la deuda interna que, como se mencionó, tiene un plazo promedio de 4.4 años. En este sentido, es recomendable mejorar el perfil de vencimientos de la deuda interna para reducir su riesgo de refinanciamiento.

En cuanto a la deuda externa, se presentan algunos años con incrementos significativos debido a pagos de principal al BCIE en 2037 y al IDA en 2049 y en 2050.

Gráfico 6. Proyección de amortizaciones de la deuda pública total
(En millones de Córdoba)



4.2.2. Riesgo de tasa de interés

El riesgo de la tasa de interés se puede identificar en tres indicadores. El primero, tiempo promedio de refijación (TPR), al ser muy alto para la deuda externa implica un bajo riesgo, factor explicado en gran parte por la concesionalidad de la deuda, que tiene periodos de vencimiento largos y tasas fijas de interés. Para la deuda interna, el TPR es de 4.4 años, coherente con los principales instrumentos desarrollados en el mercado interno, que son de 3 y 5 años. Lo anterior resulta en un TPR para la cartera

total de 12.4 años. Cabe destacar que aunque la tasa de la deuda interna es fija, ésta es sustancialmente más alta que la tasa de la deuda externa (más del doble en tasa promedio). El segundo indicador muestra que el 13.4% de la deuda total se refijará en un año, lo cual representa un monto de US\$ 516 millones. El tercer indicador, porcentaje de deuda a tasa fija, resulta en 91.5% del total. Observando los indicadores, se puede decir que el riesgo de tasa de interés no es alto.

4.2.3. Riesgo de tipo de cambio

El total de la deuda de Nicaragua está denominada en dólares, lo cual implicaría un riesgo alto de tipo de cambio, ya que la depreciación de la moneda nacional resulta en un incremento del servicio y los costos asociados a dicha deuda. Sin embargo, la política de depreciación basada en una tasa fija de deslizamiento del tipo de cambio en 5.0% reduce el riesgo señalado dada la predictibilidad de la depreciación de la moneda nacional. Además, en Nicaragua no existe volatilidad del tipo de cambio ya que está determinado por una política cambiaria y monetaria fuerte, además de contar con un respaldo de las reservas internacionales.

Cabe señalar que en las pruebas de estrés estandarizadas realizadas en el DSA, la depreciación de una sola vez en 30% deteriora todos los coeficientes de endeudamiento, pero permanecen por debajo de los umbrales indicativos.

5. Supuestos para la estrategia de deuda

5.1. Proyecciones fiscales y macroeconómicas

El desempeño de la economía nicaragüense está influenciado por factores externos e internos, por lo que las proyecciones se basan en el desempeño esperado de estas variables. Por una parte, Nicaragua es vulnerable al desempeño de la economía mundial, en particular de sus principales socios por el destino de las exportaciones y el origen de las remesas de trabajadores; al respecto es relevante el desempeño de Estados Unidos y Europa. Como tomador de precios, es vulnerable a las alzas de los precios del petróleo al ser importador neto de combustibles y derivados; le afecta también las caídas de precios del café, la carne, el oro y el azúcar, entre otros, que son principales productos de exportación.

Sobre los principales insumos para las estimaciones inherentes a las políticas, cabe destacar los informes oficiales, como el proyecto de Presupuesto General de la República para 2016 (PGR-2016) y el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2016 – 2019 (MFMP).

Los principales resultados de las proyecciones muestran mejoras en el ritmo de la actividad económica y disminución de los desequilibrios macroeconómicos (Cuadro 6).

- El crecimiento proyectado en 2016 es del 4.5%, ligeramente superior al estimado para 2015 (4.3%) y adquiriría una mayor dinámica en los siguientes años con un

promedio anual 2016–2019 de 4,8% para estabilizarse en 5.0% en el resto del periodo de proyección. Desde la perspectiva de la oferta, este desempeño se basa en el dinamismo de la construcción; explotación de minas; el desarrollo del comercio, hoteles y restaurantes; y la industria manufacturera. Por el lado del gasto, la demanda interna es el principal determinante del crecimiento. Esta aceleración en el mediano plazo es conservadora, ya que en promedio en los últimos cinco años Nicaragua alcanzó un crecimiento de 4,8%, en un contexto externo e interno menos favorable que el que se estima para los próximos años.

- La inflación acumulada alcanzaría en 2015 un 4.0% apoyada por el descenso de la inflación importada y mantendría una tendencia levemente creciente en los próximos años hasta estabilizarse en 7.0% acorde con la tasa de deslizamiento y una estimación de la inflación importada. El deflactor del PIB mantendría una variación mayor por efecto de términos de intercambio favorables, determinando un mayor crecimiento del PIB nominal. La depreciación se estabilizaría en 5.0%, igual a la tasa de deslizamiento del tipo de cambio de los últimos años.

Cuadro 6: Proyecciones Macroeconómicas

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Porcentaje anual de cambio, salvo otra indicación							
Producción y precios								
PIB real	5,1	4,5	4,7	4,3	4,5	4,7	4,9	5,0
Incidencia de la demanda interna (pp)	3,8	4,0	3,2	13,7	5,0	6,0	5,7	5,8
Inflación	6,6	5,7	6,5	4,0	5,8	6,5	7,0	7,0
Tipo de cambio fin de periodo (C\$/1USD)	24,1	25,3	26,6	27,9	29,3	30,8	32,3	33,9
Depreciación	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
PIB (mill. C\$ corrientes)	246.306	268.261	306.461	329.360	364.240	405.386	454.339	509.859
PIB (mill \$us)	10.461	10.851	11.806	12.084	12.726	13.490	14.399	15.389
	Porcentaje del PIB anual, salvo otra indicación							
Gobierno Central								
Ingreso Total	17,8	17,4	17,5	18,3	18,8	18,6	18,4	18,2
d/c Donaciones	1,2	1,0	1,0	1,1	1,4	1,2	1,0	0,8
Erogación total	17,2	17,3	17,8	19,1	19,8	19,6	19,2	18,9
Superávit o déficit después de donaciones	0,5	0,1	-0,3	-0,8	-1,0	-1,0	-0,7	-0,7
Balanza de pagos								
Cuenta corriente	-10,6	-11,1	-7,1	-7,8	-7,6	-7,3	-7,0	-6,9
Exportaciones de bienes y servicios	53,3	50,7	50,3	47,7	47,8	48,4	49,0	49,3
Importaciones de bienes y servicios	73,4	71,5	67,0	64,7	63,9	64,4	64,5	64,5
Transferencias corrientes netas total	12,5	12,6	12,2	12,3	12,1	11,9	11,6	11,3
Transferencias oficiales	2,2	2,0	1,3	1,4	1,4	1,2	1,1	1,0
Remesas de trabajadores	9,7	9,9	9,6	9,9	9,8	9,7	9,6	9,4
Inversión extranjera directa	7,3	7,5	7,5	7,2	7,0	6,9	6,7	6,5
Financiamiento excepcional	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reservas brutas (flujos, negativo = incremento)	0,1	-0,9	-2,4	-1,2	-0,8	-1,0	-1,0	-1,3
Nota:								
Las proyecciones de 2016 se basan en el PGR-2016 y las proyecciones 2017-2019 en el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2016-2019.								

- Junto con el mayor ritmo de actividad económica, el dinero, crédito y depósitos tendrían también un mayor dinamismo, pero manteniéndose en niveles prudentes acordes con el objetivo de mantener una inflación controlada.
- Se estima una disminución gradual del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos luego del incremento en 2015 por el impulso en las inversiones y el efecto del descenso de algunos precios de exportación. El déficit disminuiría de un promedio de 9.9% del PIB en 2010-2014, a un 7,2% del PIB en promedio para 2016-2019, determinado principalmente por la disminución de las importaciones de petróleo a medida que los grandes proyectos de energía renovable empiecen a operar. Esta estrategia apoya los descensos en el déficit de la cuenta corriente en el periodo de proyección.
- Las estimaciones de los precios de venta de los principales productos de exportación que se incluyeron en las proyecciones son conservadoras, se estiman leves repuntes del precio del café, azúcar y oro a partir de 2017; mientras que el precio de la carne de res se mantendría estable y del camarón presentaría un leve descenso. Asimismo, el precio del petróleo, principal producto de importación, registraría una leve recuperación a partir de 2017.
- El déficit del Gobierno Central, de acuerdo al Marco Fiscal de Mediano Plazo 2016–2019, luego de un incremento en 2016 (1.0% del PIB) por la mayor inversión pública y los gastos que demandará el proceso electoral, presenta disminuciones graduales hasta ubicarse en 0.7% del PIB en 2019. El PGR-2016 presenta un incremento del 14.4% con relación al presupuesto modificado de 2015 debido a los factores ya señalados (Cuadro N° 7). El 57.0% del monto total de gasto está orientado a fines sociales, reafirmando la voluntad de continuar con la reducción de la pobreza.

Cuadro N° 7 Distribución de los Recurso 2015-2016
(Millones de Córdoba)

Concepto	Presupuesto	Proyecto	Variación
	Modificado 2015	Presupuesto 2016	
Gasto Social	35.678	40.686	14,0
Educación	14.778	17.175	16,2
Ministerio de Educación	10.421	12.272	17,8
Universidades	4.083	4.647	13,8
Resto	274	256	-6,5
Salud	11.445	13.060	14,1
Ministerio de Salud	10.923	12.968	18,7
Resto	522	92	-82,3
Servicio Social y Asistencia Social	1.758	1.934	10,0
Viviendas y Servicios Comunitarios	7.178	7.840	9,2
Transferencias a las Municipalidades	5.268	5.895	11,9
Resto	1.911	1.945	1,8
Servicios Recreativos, Culturales y deportivos	518	677	30,6
Administración Gubernamental	5.503	6.487	17,9
Defensa, Orden Público y Seguridad	8.025	9.089	13,3
Servicios Económicos	10.135	11.588	14,3
Deuda Pública, Intereses y Gastos	3.535	4.097	15,9
Total Gasto	62.876	71.946	14,4

- El Presupuesto General de Ingresos 2016 alcanza C\$63,313 millones, y representa el 88.0% del gasto. El 93.1% de los ingresos provienen de recaudaciones tributarias. En los ingresos no tributarios destacan el tributo especial a los combustibles del FOMAV y los derechos de explotación minera.
- El resultado positivo en las proyecciones de ingresos del Gobierno Central se basa en los supuestos de dinamismo económico y en los resultados de las diferentes medidas tributarias que se han implementado con la entrada en vigencia de la Ley de Concertación Tributaria. La recaudación del Impuesto a la Renta aumenta debido al nuevo ajuste en la base de cálculo y por el rendimiento en la separación de las rentas del trabajo con respecto a las actividades económicas de las ganancias y pérdidas de capital.
- Las donaciones externas se proyectan de acuerdo a las cartas de intención con los organismos donantes, previéndose mayores afluencias de estos recursos para el año 2016 y 2017, al estimar 1.4% y 1.2% del PIB, respectivamente.

5.2. Riesgos macroeconómicos

A continuación se detallan los riesgos más relevantes vinculados al desempeño macroeconómico. Estos riesgos provienen tanto del ámbito externo como interno.

En el ámbito externo las perspectivas de crecimiento mundial y regional están sesgadas a la baja. Las principales incertidumbres se relacionan con la magnitud de la ralentización de China, la cuantía y la fecha en que se inicien las alzas de las tasas de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos, la inquietud acerca de un estancamiento prolongado en el crecimiento mundial y un descenso mayor en los precios de las materias primas. Este panorama plantea el riesgo de retrocesos en los avances logrados en los últimos años en cuanto a la reducción de la pobreza y la desigualdad, lo que podría afectar de manera más drástica a América Latina, principalmente a los países exportadores de materias primas.

En lo que se refiere a Nicaragua, un crecimiento más débil de Estados Unidos afectaría al país por los vínculos comerciales, las remesas y el turismo. Asimismo, el alza de los precios del petróleo afecta a sus perspectivas ya que es un importador neto de combustibles y derivados.

Los riesgos a la baja para las perspectivas de Nicaragua son, principalmente, una desaceleración no prevista de Estados Unidos y la Zona del Euro con impactos negativos en las exportaciones y remesas de trabajadores, descensos de precios de los principales productos de exportación (café, carne, oro y azúcar) e incrementos en los precios del petróleo lo que puede tener implicaciones adversas en las cuentas externas y fiscales y cambios imprevistos en las condiciones o niveles bajo el esquema de colaboración con Venezuela. Asimismo, pronunciadas alzas de las tasas de interés internacionales puede impactar adversamente en la inversión y encarecer el financiamiento externo.

A nivel interno, el principal riesgo radica en posibles afectaciones de condiciones climáticas irregulares que podrían producirse, lo cual limitaría el crecimiento económico y aumentaría las presiones inflacionarias.

Como importador neto de petróleo, el entorno externo actual brinda a Nicaragua la oportunidad de consolidar las cuentas fiscales y reforzar su régimen monetario a fin de anclar mejor las expectativas de inflación. El espacio generado por la caída de los precios de los combustibles puede utilizarse para continuar ajustando la trayectoria de la deuda pública y afianzar el sector financiero. La desaceleración de la inversión en la región y el alza de las tasas de interés en EUA es manejable en contextos de políticas sólidas, es fundamental fortalecer el espacio fiscal, afianzar el crecimiento y la productividad.

Una consideración estructural es el alto grado de dolarización que limita la eficacia con la que se puede responder a los shocks externos. El impacto favorable del contexto externo, puede brindar una oportunidad para reducir la tasa de deslizamiento del tipo de cambio; generando, adicionalmente a los efectos favorables en la inflación, una preferencia por las operaciones en Córdobas y la consecuente desdolarización del sistema financiero. Los riesgos y sus implicaciones en la gestión de la deuda pública se resumen en el siguiente cuadro.

Cuadro 4. Principales riesgos macroeconómicos e implicaciones para la gestión de deuda pública.

Factores Macroeconómicos	Exposición al Riesgo	Implicación para la Gestión de la Deuda
<p style="text-align: center;">Sector Real</p> <ul style="list-style-type: none"> • Fenómenos naturales que afecten a la oferta • Desaceleración de las economías de los principales socios comerciales con implicaciones en la demanda 	Bajo	Afecta al clima de la economía en general y dificulta el acceso al financiamiento. Deteriora los ratios de deuda respecto al PIB.
<p style="text-align: center;">Balanza de Pagos</p> <ul style="list-style-type: none"> • Desaceleración no prevista de Estados Unidos y la Zona del Euro con impactos negativos en las exportaciones y remesas de trabajadores. • Pronunciada alza de las tasas de intereses internacionales y salidas de capitales de la región, con los consecuentes impactos en la inversión y el encarecimiento del financiamiento externo. • Descensos de precios de los principales productos de exportación (carne, azúcar, oro y café) y alzas de precios del petróleo y combustibles. 	Medio	Menor liquidez en moneda extranjera y costos más altos del financiamiento externo dificulta el servicio de deuda externa y el acceso a mercados internacionales de capital. Asimismo, los indicadores de solvencia y liquidez que incluyen a las remesas, pueden verse deteriorados.
Sector Fiscal		

<ul style="list-style-type: none"> • Cambios imprevistos en las condiciones y/o los niveles a apoyo de Venezuela bajo el esquema de colaboración. • La concreción de los impactos de las medidas fiscales en menor magnitud que la estimada (por ejemplo, recaudaciones) . 	Medio	Menores resultados fiscales determinan la necesidad de mayor financiamiento y también mayores dificultades para el acceso, tanto en el ámbito interno como externo.
<p style="text-align: center;">Sector Monetario - Financiero</p> <ul style="list-style-type: none"> • La dolarización que limita la eficacia de la política monetaria y cambiaria. 	Bajo	La dolarización limita la eficacia de las respuestas a shocks externos y aumenta la vulnerabilidad en la deuda interna por los descalces de los deudores del SF con ingresos no vinculados a exportaciones.

5.3. Análisis de posibles fuentes de financiamiento

La cartera de deuda pública del Gobierno Central a diciembre de 2015 (cifras estimadas) incluye un 79.0% de deuda externa y 21.0% de deuda interna. Los acreedores con condiciones de financiamiento concesionales representan el 58.2% de la deuda total.

Como resultado del incremento del PIB per cápita, mayor a US\$ 1,215, el Banco Mundial realizó en julio 2015 el cambio de categoría de IDA (con acceso a recursos solamente concesionales) a IDA –GAP (con acceso a recursos menos concesionales pero en condiciones favorables). Lo anterior significa que el país tendrá acceso a recursos que no estarán sujetos a la política del límite de concesionalidad, y por lo tanto se accederán a recursos menos concesionales, aunque siempre en condiciones favorables.

En consecuencia acreedores como el BID han cambiado su composición en términos de asignación de recursos. De 2007 a 2015 las asignaciones del BID estaban compuestas en un 50.0% por recursos del Fondo de Operaciones Especiales (FOE) y 50.0% de Capital Ordinario (CO), actualmente se contempla 40.0% FOE y 60.0% CO. Asimismo, las asignaciones anuales que antes eran de US\$ 191 millones, ahora serán de US\$ 250 millones. En el futuro se prevé que la composición del BID cambie a 30.0% FOE y 70.0% CO.

Durante los últimos años Nicaragua ha contratado créditos con acreedores bilaterales y se espera que nuevas fuentes de financiamiento se presenten, mientras tanto se continua realizando contrataciones con acreedores como Japón (US\$ 17.2 millones), India (US\$ 36.2 millones), Kuwait (US\$ 30.0 millones), Italia (US\$ 8.5 millones) y Austria (US\$ 6.1 millones).

Con relación al desarrollo de mercado doméstico se pretende contar con fuentes alternativas de financiamiento. Para este fin, se tomarán las siguientes acciones: emitir valores estandarizados y desmaterializados, emitir un solo tipo de valor para cualquier tipo de deuda, cubrir los plazos de la curva de rendimiento, aumentar la base de inversionistas y mejorar la comunicación con los participantes del mercado.

6. Estrategias analizadas

Durante el Taller se analizaron tres estrategias de composición de deuda: la primera, plantea mantener las políticas actuales; la segunda, contratar préstamos externos menos

concesionales; y la tercera, incentivar el desarrollo de mercado interno, manteniendo los mismos supuestos de deuda menos concesional que la segunda.

6.1. Estrategia 1. Políticas actuales

La estrategia 1, planteada para el período 2016-2019, refleja la composición de la cartera de deuda durante los últimos años, en la que la deuda externa ha representado el 70.0% y la interna 30.0% en promedio. En ésta, los acreedores que manejan términos concesionales representan el 33.8% para el promedio de los 4 años. En el cuadro 5 se puede observar la estructura que tendrá la nueva deuda durante los próximos 4 años.

Cuadro 5. Estrategia 1

Estrategia 1	2016	2017	2018	2019
Existing and New AfDF/Existing IDA	7.40%	9.10%	5.60%	7.60%
BCIE	11.00%	17.10%	19.40%	21.40%
BID_Fija	25.30%	19.20%	17.10%	16.60%
BID_Variable	20.90%	18.50%	17.10%	19.60%
Bilaterales_Fija	0.50%	2.10%	3.90%	2.10%
Multilaterales_Fija	4.90%	4.00%	6.90%	2.70%
Bilaterales_Variable	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Multilaterales_Variable	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Bono Soberano	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
DI_Existente	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BRN 1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BRN 3	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%
BRN 5	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%
BRN 7	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
BRN 10	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

El principal acreedor externo es el BID, que abarca el 46.0% de la cartera total de deuda el primer año, y el 36.0% en promedio para los próximos 3 años. En cuanto a los otros acreedores externos, se contemplan préstamos del BCIE, IDA, y de acreedores bilaterales y multilaterales a tasas de interés fijas. En esta estrategia también se da más importancia a los instrumentos de mercado interno de 3 y de 5 años, que son los más demandados actualmente.

6.2. Estrategia 2. Deuda menos concesional

La estrategia 2 (período 2016-2019) plantea una situación realista para Nicaragua, ya que contempla un escenario de deuda menos concesional, conservando la proporción de deuda externa e interna en 70.0% y 30.0%, respectivamente. Recientemente el Banco Mundial modificó la categoría de IDA a IDA-GAP para Nicaragua, lo que

implicará que el país tendrá acceso a recursos que no estén sujetos al límite de concesionalidad (35.0% anteriormente). Como resultado de lo anterior, acreedores multilaterales como el BID, y bilaterales como Japón, cambiaron las condiciones de financiamiento. Esta situación plantea nuevas oportunidades de financiamiento para Nicaragua, al mismo tiempo que costos más elevados, pero siempre en términos favorables.

Los acreedores con términos concesionales representarán el 32.9%, aunque es importante tener en cuenta que éstos reducirán la concesionalidad, como ya se mencionó anteriormente para el BID y el Banco Mundial. Como parte de la disminución en la concesionalidad se observa que el principal acreedor para esta estrategia, y el que aumenta más su participación en la cartera, es el BCIE. Respecto a los otros acreedores externos, estos continúan siendo los mismos que en la estrategia 1 (Cuadro 6).

Cuadro 6. Estrategia 2

Estrategia 2	2016	2017	2018	2019
Existing and New AfDF/Existing IDA	5.60%	3.70%	2.30%	3.00%
BCIE	19.60%	16.40%	22.40%	21.70%
BID_Fija	10.30%	13.20%	12.40%	9.60%
BID_Variable	15.50%	19.80%	18.50%	14.30%
Bilaterales_Fija	11.30%	9.50%	9.80%	11.70%
Multilaterales_Fija	7.70%	7.40%	4.60%	9.70%
Bilaterales_Variable	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Multilaterales_Variable	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Bono Soberano	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
DI_Existente	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BRN 1	3.00%	3.00%	4.50%	4.50%
BRN 3	6.00%	6.00%	9.00%	9.00%
BRN 5	15.00%	15.00%	9.00%	9.00%
BRN 7	6.00%	6.00%	7.50%	7.50%
BRN 10	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

En el mercado de deuda interna también observamos un cambio en la composición. Lo que se intenta es desarrollar más los instrumentos de mediano plazo (como el de 5 años) y también comenzar a introducir al mercado instrumentos de 1 año, este último con el objetivo de hacer más atractivo el mercado interno para los inversionistas. La estructura de emisiones se determinó con base en el perfil de vencimientos de la deuda interna.

6.3. Estrategia 3. Desarrollo de mercado interno

La estrategia 3 considera el desarrollo de mercado interno y conserva las características planteadas en la estrategia 2, deuda menos concesional, y el desarrollo de los mismos instrumentos de deuda interna. En esta estrategia se plantea que la deuda externa cubra el 60.0% de las nuevas necesidades de financiamiento y la deuda interna el 40.0%. Los acreedores con términos concesionales representan el 28.2% en esta estrategia (cuadro 7).

Cuadro 7. Estrategia 3

Estrategia 3	2016	2017	2018	2019
Existing and New AfDF/Existing IDA	4.80%	3.20%	2.00%	2.60%
BCIE	16.80%	14.00%	19.20%	18.60%
BID_Fija	8.80%	11.30%	10.60%	8.20%
BID_Variable	13.20%	17.00%	15.90%	12.30%
Bilaterales_Fija	9.70%	8.10%	8.40%	10.00%
Multilaterales_Fija	6.60%	6.40%	4.00%	8.30%
Bilaterales_Variable	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Multilaterales_Variable	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Bono Soberano	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
DI_Existente	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BRN 1	4.00%	4.00%	6.00%	6.00%
BRN 3	8.00%	8.00%	12.00%	12.00%
BRN 5	20.00%	20.00%	12.00%	12.00%
BRN 7	8.00%	8.00%	10.00%	10.00%
BRN 10	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

7. Análisis de costo y riesgo de las nuevas estrategias

El costo de la deuda es constante en las tres estrategias si tomamos como indicador el valor nominal de la deuda como porcentaje del PIB. Para el indicador de valor presente, el costo aumenta en las estrategias 2 y 3, debido a la disminución de la concesionalidad de la deuda en ambos casos, y al desarrollo del mercado interno en el último. De igual forma, la tasa de interés implícita es algo más cara para las dos estrategias con respecto a la primera.

Respecto al costo de las estrategias, en comparación con el estado actual, éste disminuye para los indicadores deuda nominal como porcentaje del PIB, lo que se debe tanto a la menor tasa de crecimiento de la deuda total como al mayor crecimiento esperado del PIB. Como consecuencia, el indicador valor presente de la deuda también disminuye. En cuanto a la tasa de interés implícita se observa un incremento marginal, que va de 2.8% a 2.9% para la primera estrategia y a 3.0% para la segunda y tercera. Este aumento en la tasa de interés se debe a la disminución de fuentes concesionales en los tres casos, siendo más pronunciado el aumento en los últimos dos debido a la

diversificación de fuentes externas menos concesionales y a la diversificación de instrumentos en el mercado interno.

Cuadro 8. Indicadores de costo y riesgo

Indicadores de riesgo		2015	A finales de 2019		
		Actual	S1	S2	S3
Deuda nominal como % del PIB		32.0	28.6	28.6	28.6
Valor presente de la deuda como % del PIB		24.7	21.3	22.2	22.3
Pago de interés como % del PIB		0.9	0.8	0.8	0.8
Tasa de interés implícita (%)		2.8	2.9	3.0	3.0
Riesgo de refinanciamiento	Deuda a vencer en 1 año (% del total)	4.9	4.2	4.1	4.2
	Deuda a vencer en 1 año (% del PIB)	1.6	1.2	1.2	1.2
	TPV deuda externa (años)	16.3	14.6	14.1	14.1
	TPV deuda interna (años)	4.4	3.2	3.2	3.2
	TPV deuda total (años)	13.8	13.6	13.2	13.2
Riesgo de tasa de interés	TPR (años)	12.4	11.4	11.2	11.3
	Deuda a refijar en un año (% del total)	13.4	17.8	17.2	16.4
	Deuda a tasa fija (% del total)	91.5	86.4	87.0	87.8
Riesgo de tipo de cambio	Deuda en moneda extranjera (% del total)	100.0	100.0	100.0	100.0
	ST FX debt as % of reserves	2.9	3.6	3.6	3.6

Nota: TPV= Tiempo promedio al vencimiento, TPR= Tiempo promedio de refijación

7.1. Riesgo de refinanciamiento

En cuanto al riesgo de refinanciamiento, se observa que el tiempo promedio al vencimiento (TPV) es más alto en la estrategia 1 (13.6 años), en comparación con la 2 y 3 (13.2 años para ambas), esto se debe a la mayor concesionalidad del primer caso. Esta diferencia es conducida directamente por el TPV de la deuda externa, que disminuye de 14.6 años en la primera estrategia a 14.1 años en las estrategias 2 y 3. En cuanto a la deuda interna, el TPV permanece constante en las tres estrategias. Al observar todas las estrategias, éstas empeoran los indicadores en cuanto al estado actual de la cartera, en este punto es necesario considerar que se debe a las nuevas perspectivas de financiamiento que impulsan hacia condiciones menos concesionales y a menores plazos; sin embargo, abre la posibilidad de ampliar los montos y, por tanto, la implementación de nuevos proyectos productivos para el país.

7.2. Riesgo de tasa de interés

Respecto al riesgo de tasa de interés, se observa que, de las 3 estrategias, la de desarrollo de mercado es la que tiene la mayor proporción de deuda a tasa fija, ya que una característica de la deuda interna es que se emita a tasa fija. De igual forma, la estrategia 3, por las razones antes mencionadas, es la que presenta una menor proporción de deuda a refijar en un año. Asimismo, el tiempo promedio de refijación (TPR) de la estrategia 3 es mayor que de la 2, aunque menor al de la estrategia 1 que tiene el mayor tiempo debido a la concesionalidad de la cartera.

7.3. Riesgo de tipo de cambio

En teoría, el riesgo de tipo de cambio podría ser el más relevante, ya que el total de la deuda de Nicaragua está denominada en moneda extranjera. Sin embargo, no es un riesgo relevante para discriminar las estrategias. Como fue señalado, la política de depreciación basada en una tasa fija de deslizamiento da predictibilidad a los movimientos cambiarios y no existe volatilidad. Las políticas cambiaria y monetaria son fuertes y están respaldadas por las reservas internacionales que se ha venido fortaleciendo y se prevé que continúen haciéndolo.

7.4. Estrategia sugerida

Basándonos en los siguientes criterios: (i) Resultados obtenidos del análisis de cartera actual, (ii) Estrategias evaluadas (1,2 y 3) y (iii) Perspectivas de nuevo financiamiento con las que cuenta Nicaragua; se sugiere la estrategia 2 que contempla mayor financiamiento externo con términos menos concesionales y se trata de una estrategia intermedia entre la actual (financiamiento concesional) y la tercera (desarrollo de mercado de deuda interna), por ser la más realista y no representar un deterioro significativo de los indicadores de costo y riesgo con respecto a las estrategias alternativas.

El análisis detallado realizado en la sección anterior podría mostrar ventajas de la estrategia 3 en términos de la mayor participación la deuda a tasa fija y el menor porcentaje de la deuda a refijar en un año, pero hay que balancear con el hecho de que esta estrategia presenta un mayor costo, dada la tasa más alta de la deuda interna.

Si consideramos el tiempo promedio de refijación (TPR), la estrategia 1 (con el ratio más alto), puede ser la más conveniente. Asimismo, es la que tiene la menor tasa de interés implícita y el mayor tiempo promedio al vencimiento (TPV) y el ratio más bajo de valor presente de la deuda como porcentaje del PIB. Esto la señalaría como la estrategia preferente, pero hay que tener en cuenta que los resultados se deben a que al tratarse de una alternativa que plantea mantener las políticas actuales, tiene un mayor componente de deuda concesional, aspecto que aunque es deseable puede no estar disponible dada la nueva la calificación del país por parte del Banco Mundial.

En este sentido, la recomendación a favor de la estrategia 2 que contempla mayor financiamiento externo con términos menos concesionales se debe a que, además de ser la que tiene el menor porcentaje de deuda a vencer en un año, es la más realista y no representa un deterioro significativo de los indicadores de costo y riesgo con respecto a las estrategias alternativas. Un aspecto adicional a favor de esta estrategia es que además de internalizar el nuevo escenario del financiamiento externo para Nicaragua, promueve un menor uso de deuda interna por parte del sector público, lo que permite liberar recursos para el financiamiento del sector privado.

Los indicadores de costo y riesgo en una estrategia son útiles para guiar el proceso de selección y para ayudarnos a identificar cual sería el peor panorama que podríamos

enfrentar. Sin embargo, también se tienen que considerar los objetivos de gestión de deuda del gobierno y las nuevas perspectivas de financiamiento.

Dada la nueva calificación que otorgó el Banco Mundial a Nicaragua, de IDA a IDA-GAP, las nuevas contrataciones no contemplan la condición del elemento de concesionalidad de 35% de la que Nicaragua se ha beneficiado; a partir de esto, acreedores bilaterales y multilaterales también han cambiado sus términos de financiamiento, como se ha mencionado previamente en la sección nuevas fuentes de financiamiento. Estos cambios representan una oportunidad para que Nicaragua pueda acceder a nuevas opciones de financiamiento y a mayores montos, aunque en condiciones menos favorables que la deuda concesional, pero manteniendo términos favorables en comparación con los del mercado. Por esta razón, nuevas estrategias de deuda tienen que ser consideradas tomando en cuenta las nuevas condiciones por parte de los organismos internacionales.

En este nuevo contexto, es importante para el país mantener la prudencia fiscal y aprovechar los nuevos espacios fiscales para consolidar las reformas en curso que le están permitiendo mejorar los ingresos y reducir los gastos corrientes. Asimismo, este nuevo escenario de mayor disponibilidad de financiamiento externo tiene que ser aprovechado con el uso eficiente del mismo en actividades productivas que generen recursos y empleo para el país.

8. Lineamientos y políticas

8.1. Lineamientos de la estrategia sugerida

Como indicador referencial para la deuda total del Sector Público Consolidado como porcentaje del PIB, el rango resultante del escenario base del Análisis de Sostenibilidad de Deuda es entre 38% y 44% (y entre 26% y 32% en valor presente).

De acuerdo a los resultados de las diferentes estrategias analizadas y tomando como base principalmente la estrategia 2 sugerida, se recomiendan los siguientes rangos en términos de los indicadores analizados para la deuda del Gobierno Central y los principales lineamientos y acciones:

Para la deuda externa

- Tasa de interés implícita entre 3.5% – 2.5%
- Tiempo promedio al vencimiento entre 15.5 – 13,5 años
- Contrataciones a tasa variable entre 25% – 15%
- Concluir el proceso de negociación y formalización del alivio de deuda externa previsto bajo la Iniciativa de Países Pobres muy Endeudados.
- Maximizar los recursos multilaterales accediendo a nuevos acreedores no tradicionales, en las nuevas condiciones financieras acordes a las nuevas categorías asignada por el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo.

Para la deuda interna

- Tasa de interés implícita entre 8% – 5%
- Tiempo promedio al vencimiento entre 6.2 – 5.8 años
- Es deseable la estandarización de todos los documentos y mantener las emisiones de deuda interna a tasa fija
- Mantener y mejorar la comunicación con los participantes del mercado e inversionistas, mediante reuniones periódicas.

8.2. Políticas y acciones necesarias para la implementación de la estrategia

Para la implementación de estas estrategias, que contemplan fuentes de financiamiento menos concesionales y desarrollo de mercado interno, serán necesarias diversas acciones que faciliten el instrumental y el conocimiento para realizar eficientemente las operaciones a ser desarrolladas. En este contexto, se han empezado diversos proyectos con diferentes instituciones, entre ellas el CEMLA.

Como parte de estos proyectos, se planteó la evaluación y, de ser necesario, reorganización de la estructura administrativa de la Dirección General de Crédito Público, con el fin de que esté alineada a las mejores prácticas internacionales y a las perspectivas de financiamiento actuales. Esta reorganización contempla las siguientes acciones: analizar y gestionar los distintos tipos de financiamiento de cara a los nuevos retos emergentes de la ampliación de las fuentes y modificación de las condiciones de financiamiento; establecer un diálogo permanente con los participantes del mercado; ampliar la base inversora a través de un intercambio entre todos los agentes del mercado con una frecuencia trimestral y búsqueda de nuevos clientes a nivel nacional e internacional; por último, mantener la comunicación y relación con las agencias calificadoras de riesgo.

Respecto a este último punto, desde el año 2013, el Gobierno de Nicaragua comenzó a estudiar la posibilidad de emitir bonos soberanos en el mercado internacional, como una alternativa de financiamiento. Desde ese año a la fecha se han realizado diversas actividades en aras de analizar esta alternativa, entre las cuales están: (i) asistencias técnicas de organismos internacionales; (ii) fortalecimiento de las relaciones con las agencias calificadoras de riesgo; (iii) contratación de un asesor financiero internacional para el acompañamiento en el fortalecimiento de las relaciones con las Agencias Calificadoras. Por último, en caso de decidir la emisión de bonos soberanos, será importante la creación de una oficina de atención a los inversionistas y agencias calificadoras. Como consecuencia de lo anterior se espera mejorar la calificación de deuda soberana de Nicaragua y se prevé contar con la calificación de riesgo de al menos tres agencias calificadoras²².

²² La agencia Moody's Investor califica a Nicaragua bajo una modalidad "no solicitada" donde el país no asume ningún costo. Esta agencia ha subido recientemente la calificación de riesgo soberano de Nicaragua de B3 a B2 con perspectiva estable.

ANEXO 3. Resumen de los Principales Pasos del MTDS y su Relación con el Informe.

Pasos	Ubicación en el documento	Contenido
<p>1. Identificar los objetivos de la gestión de la deuda pública y el alcance de la EDMP</p>	<p>Sección A.2.1 Marco Legal</p>	<p>Como señala en su Artículo 1 la Ley No. 477, Ley General de Deuda Pública, “El objetivo de la presente Ley es regular el proceso de endeudamiento público, para asegurar que las necesidades financieras del Gobierno y sus obligaciones de pago se satisfagan al menor costo posible, en forma consistente con la adopción de un grado de riesgo prudente, determinando y asegurando la capacidad de pago del país de acuerdo con el comportamiento de las variables macroeconómicas relevantes”</p> <p>Asimismo el Artículo 2 de la Ley No. 477, dice “Estarán sujetas a la Ley todas las Instituciones del sector público que realicen operaciones de crédito interno y externo, así como también cuando requieran del aval o garantía del Estado para sus contrataciones de financiamiento interno o externo”.</p> <p>La conceptualización de Deuda Pública incluye las siguientes operaciones de Crédito Público (Art. 6):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Contratación de préstamos con otros Estados, organismos financieros internacionales, bancos o instituciones financieras privadas extranjeras o nacionales, o provenientes de cualquier otra persona natural o jurídica residente en el país o en el extranjero. • Emisión y colocación primaria de Títulos Valores, incluyendo Letras de la Tesorería General de la República o cualquier otro valor pagadero a plazo. • Celebración de contratos entre instituciones del sector público con personas naturales o jurídicas, nacionales o extranjeras, cuyo pago se pacte a plazo. • Consolidación, renegociación, reprogramación y conversión de deudas. • La contratación de obras, servicios o adquisiciones cuyo pago total o parcial se estipule realizar en el plazo de más de un ejercicio presupuestario posterior al vigente, siempre y cuando los conceptos que financien se hayan devengado anteriormente. • Cualquier otro compromiso financiero adquirido por instituciones del sector público que impliquen obligaciones de pago en corto, mediano y largo plazo. <p>Asimismo, la Ley General de Deuda Pública establece la preparación de una Estrategia Nacional de Deuda Pública (Artículo 10), a través del MHCP como organismo rector del endeudamiento público, a ser remitida al Presidente de la República para su aprobación y publicación.</p>

<p>2. Identificar la actual estrategia de gestión de la deuda y analizar los costos y riesgos de la deuda existente</p>	<p>Sección A.2.2 Estrategia Nacional de Endeudamiento Público (ENDP)</p>	<p>Estrategia de gestión de la deuda vigente (2013-2015): <u>Deuda externa</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Indicador Deuda Externa/PIB entre 40.0% y 50.0% • Minimizar contrataciones no tradicionales: menor a 40% en promedio en 2013-2015 • Tiempo Promedio al vencimiento: 15.5-13.5 años • Contrataciones deuda tasa variable: 20-25% total contratado anualmente <p><u>Deuda Interna</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Estandarizar todos los instrumentos. Emitir únicamente títulos estandarizados. • Obtener un tiempo promedio al vencimiento en el rango 5.8-6.2 años a finales de 2015 • Emitir valores estandarizados con un plazo mayor a 6 años
	<p>Sección A.3.3. Análisis de costo y riesgo del portafolio vigente de deuda pública.</p>	<p>Indicadores de costo y riesgo de la deuda existente:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Saldo deuda Gobierno Central US\$ 3,967.9 millones: (79% deuda externa DE US\$ 3,123.7 millones y 21% deuda interna DI US\$ 844.2 millones. • Riesgo promedio de refinanciamiento: 13.8 años (16.3 años DE y 4.4 años DI) • Riesgo de la tasa de interés: <ul style="list-style-type: none"> - Tiempo promedio de refijación: 12.4 años (14.6 años DE y 4,4 años DI) - Deuda a tasa fija: 91.5% (89,2% DE y 100% DI) • Riesgo cambiario: 100% de la deuda indexada al dólar
<p>3. Identificar y analizar las posibles fuentes de financiamiento, incluidos sus costos y características de riesgo</p>	<p>Sección B.3 (5.3.) Análisis de posibles fuentes de financiamiento</p>	<p>El Banco Mundial realizó en julio 2015 el cambio de categoría de IDA a IDA –GAP lo que significa que el país tendrá mayor acceso a recursos pero con menor concesionalidad. Asimismo, el BID han cambiado su composición e incrementado la asignación de recursos.</p> <p>Durante los últimos años Nicaragua ha contratado créditos con acreedores bilaterales y se espera que nuevas fuentes de financiamiento se presenten, mientras tanto se continua realizando contrataciones con acreedores como Japón (US\$ 17.2 millones), India (US\$ 36.2 millones), Kuwait (US\$ 30.0 millones), Italia (US\$ 8.5 millones) y Austria (US\$ 6.1 millones).</p> <p>Con relación al desarrollo de mercado doméstico se pretende contar con fuentes alternativas de financiamiento. Para este fin, se tomarán las siguientes acciones: emitir valores estandarizados y desmaterializados, emitir un solo tipo de valor para cualquier tipo de deuda, cubrir los plazos de la curva de rendimiento, aumentar la base de inversionistas y mejorar la comunicación con los participantes del mercado.</p>

<p>4. Identificar riesgos y proyecciones de referencia en las principales esferas de política: fiscal, monetaria, externa y de mercado</p>	<p>Sección B.2. (5.1.) Supuestos macroeconómicos</p>	<ul style="list-style-type: none"> • El crecimiento proyectado en 2016 es del 4.5%, ligeramente superior al estimado para 2015 (4.3%) y adquiriría una mayor dinámica en los siguientes años con un promedio anual 2016–2019 de 4,8%. • La inflación acumulada alcanzaría en 2015 un 4.0% apoyada por el descenso de la inflación importada y mantendría una tendencia levemente creciente en los próximos años hasta estabilizarse en 7.0%. • La depreciación se estabilizaría en 5.0%, igual a la tasa de deslizamiento del tipo de cambio de los últimos años. • El Presupuesto General de Ingresos 2016 alcanza C\$63,313 millones, y representa el 88.0% del gasto. El 93.1% de los ingresos provienen de recaudaciones tributarias cuyos incrementos se basan en los supuestos de dinamismo económico y en los resultados de la entrada en vigencia de la Ley de Concertación Tributaria. • Se estima una disminución gradual del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos luego del incremento en 2015 por el impulso en las inversiones y el efecto del descenso de algunos precios de exportación. El déficit disminuiría de un promedio de 9.9% del PIB en 2010-2014, a un 7,2% del PIB en promedio para 2016-2019, determinado principalmente por la disminución de las importaciones de petróleo a medida que los grandes proyectos de energía renovable empiecen a operar. • El déficit del Gobierno Central, de acuerdo al Marco Fiscal de Mediano Plazo 2016–2019, luego de un incremento en 2016 (1.0% del PIB) por la mayor inversión pública y los gastos que demandará el proceso electoral, presenta disminuciones graduales hasta ubicarse en 0.7% del PIB en 2019.
	<p>Sección D.1. Riesgos macroeconómicos</p>	<p>Los principales riesgos macroeconómicos son:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Fenómenos naturales que afecten a la producción • Desaceleración de las economías de los principales socios comerciales (Estados Unidos y la Zona del Euro) con implicaciones en la demanda • Pronunciada alza de las tasas de intereses internacionales • Descensos de precios de los principales productos de exportación (carne, azúcar, oro y café) y alzas de precios del petróleo y combustibles. • La concreción de los impactos de las medidas fiscales en menor magnitud que la estimada. • La dolarización que limita la eficacia de la política monetaria y cambiaria.
<p>5. Examinar los factores estructurales a largo plazo más importantes</p>	<p>Sección B.3. Análisis de posibles fuentes de financiamiento</p>	<p>El mayor acceso a recursos pero en condiciones menos concesionales es un cambio estructural muy relevante en el financiamiento de Nicaragua en los próximos años.</p>
	<p>Sección D.1. Riesgos macroeconómicos</p>	<p>La dolarización es una característica estructural que limita la eficacia de la política monetaria y cambiaria.</p>

<p>6. Evaluar y ordenar estrategias alternativas de gestión de la deuda a partir de las decisiones sobre costos y riesgos</p>	<p>Sección D.2 (6) Análisis de Estrategias de Deuda de Mediano Plazo</p>	<p>Respecto a la Estrategia 1 Deuda concesional (Status quo), no se está considerando dado el cambio de categoría otorgado por el Banco Mundial de IDA a IDA-GAP, por esta razón Nicaragua podrá acceder a más recursos en condiciones menos concesionales pero siempre en términos favorables con relación a términos del mercado.</p>
		<p>Luego de comparar las tres estrategias en términos de costo y riesgo, se sugiere la Estrategia 2 por ser la más realista, que contempla mayor financiamiento externo pero en términos menos concesionales y no representa un deterioro significativo en los indicadores de costo y riesgo respecto a la estrategia actual y las alternativas. Un aspecto adicional a favor de esta estrategia es que además de internalizar el nuevo escenario del financiamiento externo para Nicaragua, promueve un menor uso de deuda interna por parte del sector público, lo que permite liberar recursos para el financiamiento del sector privado.</p>
		<p>Por su parte, la Estrategia 3, no es considerada porque implica una mayor tasa de interés implícita respecto a la situación actual, sin que ello implique una mayor disponibilidad de recursos para el país; por el contrario reduce la disponibilidad de recursos para financiar al sector privado.</p>

