

MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO

Nicaragua: Marco Estratégico de Gestión de Deuda Pública

MHCP

20 de octubre de 2015

Contenido

Resumen ejecutivo	2
1. Introducción	5
2. Marco legal y objetivo de la gestión de deuda	5
3. Estrategia Nacional de Endeudamiento Público (ENDP)	7
4. Cartera de deuda existente y análisis de costo y riesgo.....	7
4.1. Comportamiento reciente de la cartera de deuda.....	7
4.1.1. Deuda pública externa.....	9
4.1.2. Deuda pública interna.....	11
4.2. Indicadores de costo y riesgo de la cartera vigente	12
4.2.1. Riesgo de refinanciamiento	13
4.2.2. Riesgo de tasa de interés	14
4.2.3. Riesgo de tipo de cambio	14
5. Supuestos para la estrategia de deuda.....	14
5.1. Proyecciones fiscales y macroeconómicas	14
5.2. Riesgos macroeconómicos	18
5.3. Análisis de posibles fuentes de financiamiento.....	20
6. Estrategias analizadas.....	20
6.1. Estrategia 1. Políticas actuales	21
6.2. Estrategia 2. Deuda menos concesional	22
6.3. Estrategia 3. Desarrollo de mercado interno	23
7. Análisis de costo y riesgo de las nuevas estrategias	23
7.1. Riesgo de refinanciamiento.....	24
7.2. Riesgo de tasa de interés.....	24
7.3. Riesgo de tipo de cambio.....	25
7.4. Estrategia sugerida	25
8. Lineamientos y políticas.....	26
8.1. Lineamientos de la estrategia sugerida	26
8.2. Políticas y acciones necesarias para la implementación de la estrategia	27

Resumen ejecutivo

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 adquirirá 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 de 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.

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 deben mantener en el rango del 20% - 25% del total contratado anualmente.

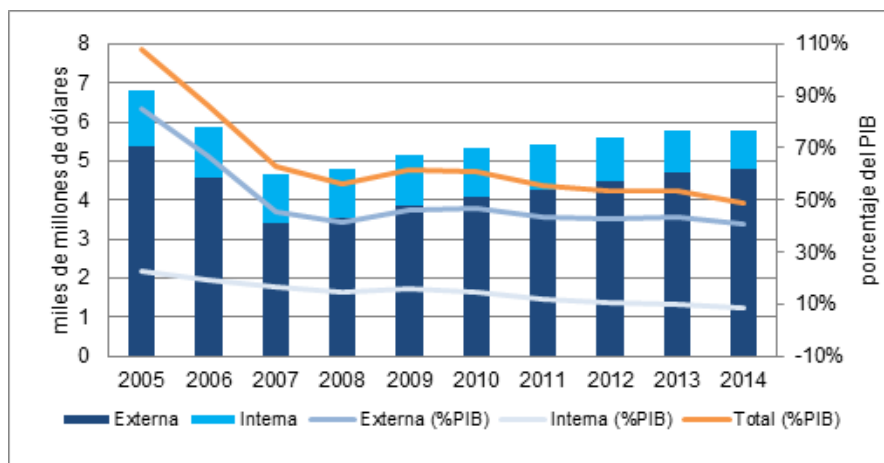
En cuanto a la deuda interna se deben estandarizar todos los documentos; los valores estandarizados emitidos deben tener un plazo mayor a 6 años; y se debe obtener un tiempo promedio de vencimiento de entre 5.8 – 6.2 años para finales de 2015.

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.

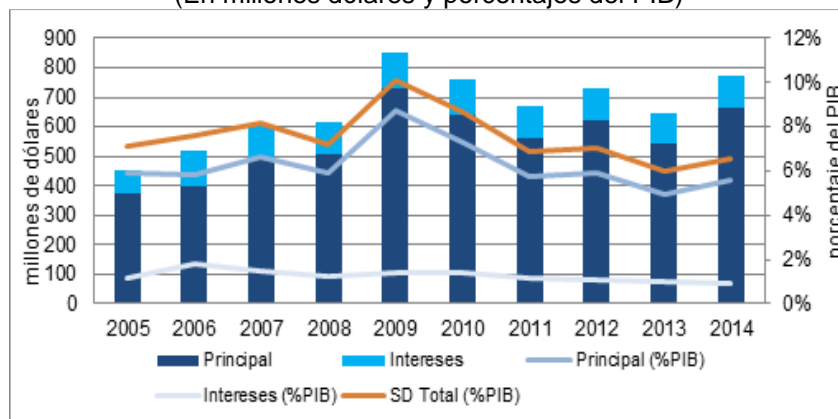
Cuadro N° 1: Deuda pública por acreedor al 31 de diciembre de 2014
(En millones de dólares y participación relativa en %)

	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 %)

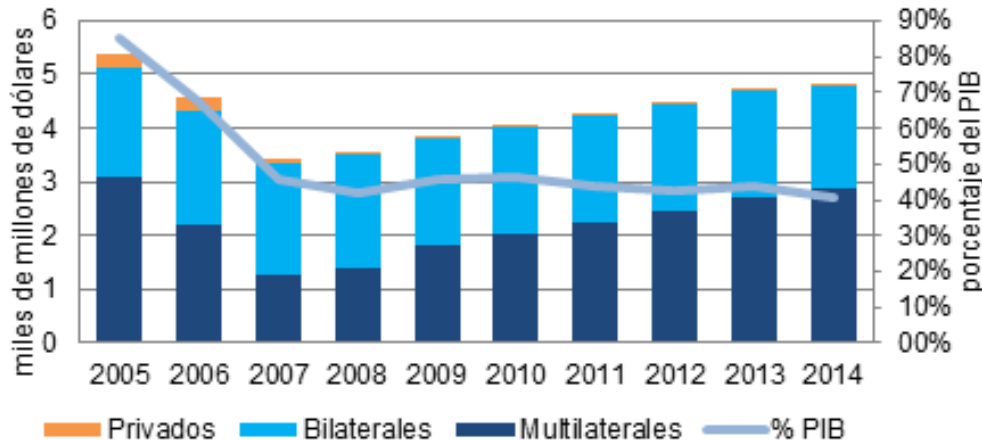
	US\$ millones	% del total
Servicio de Deuda Pública Total (A+B)	771.1	100%
% del PIB	7%	
A) Servicio de Deuda Pública Externa	133.9	17%
Principal	83.0	62%
Interés	50.9	38%
B) Servicio de Deuda Pública Interna	637.2	83%
Principal	578.3	91%
Interés	58.8	9%

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.

Gráfico 3: Deuda externa pública por acreedor
(En miles de millones de dólares y en porcentajes del PIB)



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).

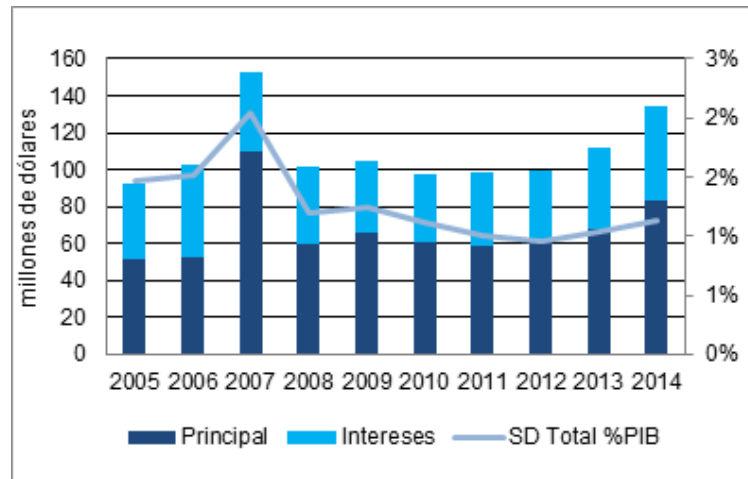
Cuadro 3: Saldo de la deuda externa por acreedor al 31 de diciembre de 2014
(En millones de dólares y participación relativa en %)

	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

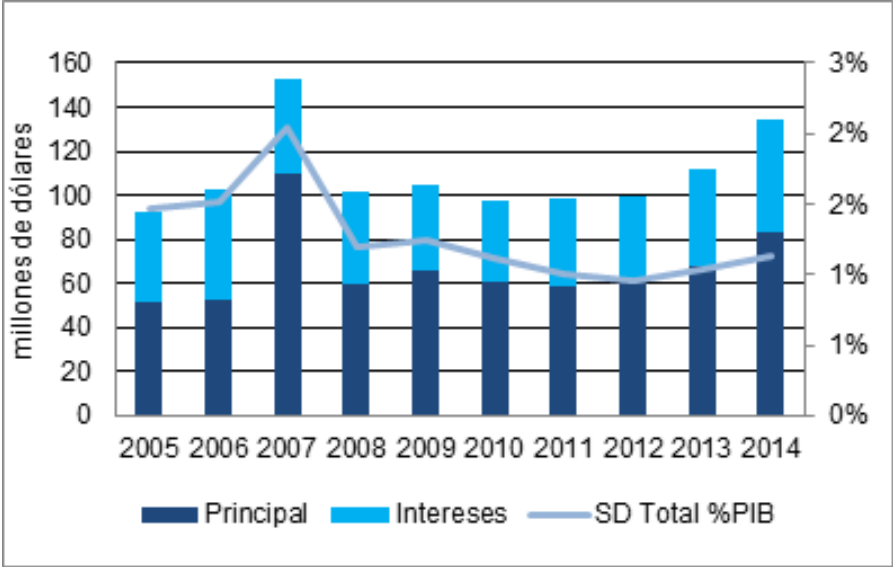
^{1/}Incluye títulos colocados mediante subastas competitivas y no competitivas al sector privado y empresas públicas

^{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

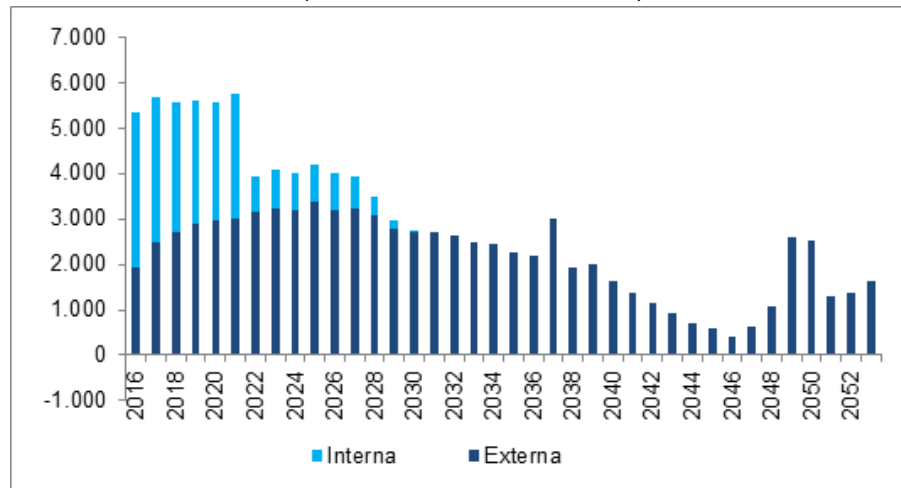
Nota: TPV= Tiempo promedio al vencimiento, TPR= Tiempo promedio de refijación

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.

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



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.

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 denominado 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	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

- 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, pronunciada alza 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.
<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.

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 continúa 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 denominado 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. La 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 calificadoras¹.

¹ 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.