



CONSEJO MONETARIO CENTROAMERICANO SECRETARIA EJECUTIVA

NICARAGUA: SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA TOTAL

Resumen Ejecutivo

El presente documento pretende proporcionar un acercamiento al tema de la sostenibilidad de la deuda pública total en Nicaragua. Para tal efecto, y considerando las particularidades de la deuda pública nicaragüense, se presenta al inicio el panorama económico del país así como de la evolución de su deuda pública. Ello para proporcionar una panorámica sobre la conformación del alto nivel de endeudamiento de esta nación centroamericana.

En cuanto al cálculo de la sostenibilidad fiscal, la singularidad de las características de la deuda total nicaragüense obliga a aplicar la metodología en escenarios futuros probables en el período post HIPC. Entre los resultados obtenidos, resalta la importancia que el costo financiero real de los préstamos en términos concesionales tiene en la dinámica de la carga fiscal; asimismo, con el propósito de proporcionar un parámetro al volumen de la deuda, se modificó la metodología aplicada en el sentido de obtener un monto de deuda pública con respecto al PIB óptimo, que sea sostenible y congruente con los escenarios planteados. El indicador modificado permite establecer una aproximación al “nivel óptimo de deuda/PIB” para un período determinado y así evaluar el nivel observado de deuda pública total en ese mismo período.

San José, Agosto de 2003

CONTENIDO

Introducción

I.	Panorama Económico de Nicaragua Aspectos Macroeconómicos Relevantes.....	4
II.	Deuda Pública en Nicaragua 2.1 Deuda Pública Externa..... 2.2 Deuda Pública Interna.....	9 12
III.	Administración de la Deuda Pública..... 3.1 Deuda Pública Externa..... 3.2 Iniciativa HIPC 3.3 Deuda Pública Interna.....	13 14 16 18
IV.	Sostenibilidad Fiscal en Nicaragua..... 4.1 Aspectos Generales..... 4.2 Metodologías para Estimar la Sostenibilidad Fiscal..... 4.3 Estimación de Sostenibilidad de la Deuda Pública para Nicaragua.....	19 19 20 23
V.	Monto Óptimo de Deuda Total/PIB Sostenible para la Economía Nicaragüense..... 5.1 Indicador Talvi -Végh Modificado..... 5.2 Nivel Sostenible de Deuda Pública Total/PIB en Nicaragua..... 5.3 Cálculo del Nivel Óptimo de Deuda Total/PIB	28 28 29 30
VI.	Conclusiones y Recomendaciones de Política..... Conclusiones Medidas de Política	32
	Bibliografía	36

Introducción

El presente documento pretende dar respuesta al requerimiento recibido por parte de las autoridades monetarias de Nicaragua en el sentido de elaborar un estudio sobre la Sostenibilidad de la Deuda Pública Total en Nicaragua. Por deuda pública total se entiende la sumatoria de las deudas públicas externa e interna.

Para tal efecto, al inicio del documento se presenta una breve descripción del panorama económico en los últimos años en Nicaragua; luego, en los dos capítulos siguientes se aborda el tema de la deuda pública, sus orígenes, evolución y administración que se ha hecho de la misma. En el capítulo cuarto se aborda específicamente el tema de la sostenibilidad fiscal en Nicaragua, para lo cual se comentan brevemente las metodologías más utilizadas para este tipo de cálculos y se presentan los resultados obtenidos de la aplicación de la metodología a la deuda total de Nicaragua. Cabe aclarar en este punto que, debido a las características singulares de la deuda pública nicaragüense, los resultados obtenidos de la aplicación de metodologías de sostenibilidad a la situación actual se tornan un tanto irrelevantes, ya que es evidente el estado de la sostenibilidad de la deuda pública total; ante esta circunstancia, además de presentar el cálculo de sostenibilidad con los datos observados y de explicar sus limitaciones, se procedió a realizar cálculos de sostenibilidad con diversos escenarios probables para la época posterior a alcanzar el punto de culminación en la iniciativa para países pobres altamente endeudados –HIPC-. Por otro lado, en el capítulo quinto se muestra una modificación a la metodología empleada que permite aproximar el nivel óptimo de deuda pública total que una economía como la nicaragüense puede manejar; para este cálculo se utilizaron distintos escenarios. Finalmente, se exponen las conclusiones a que se arribó en este documento y las recomendaciones de política que se estima, podrían coadyuvar a resolver esta problemática.

I. Panorama Económico De Nicaragua

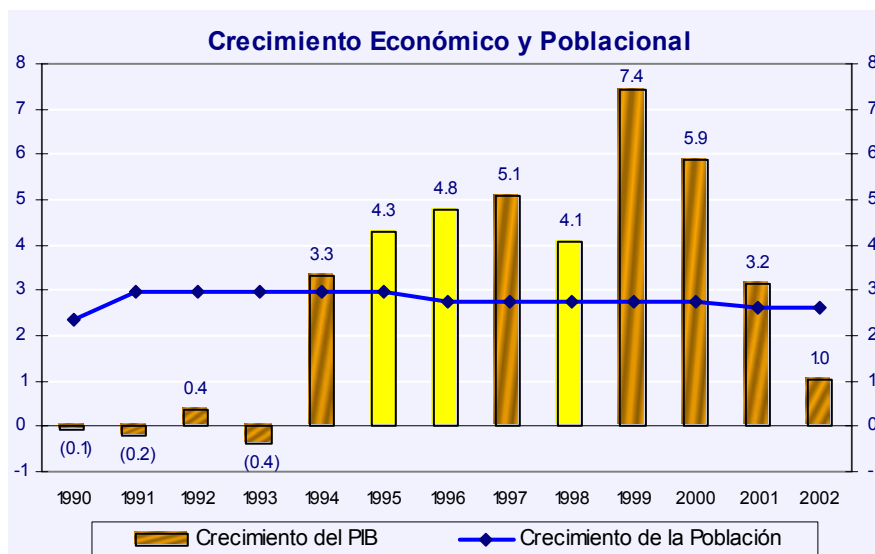
Aspectos Macroeconómicos Relevantes

Crecimiento económico:

Luego de una década de desajustes macroeconómicos durante los años ochenta, la economía nicaragüense denotó un desempeño negativo durante los primeros cuatro años de los noventa, que lejos de alcanzar el crecimiento poblacional redujo el crecimiento económico per cápita que fue igualmente negativo durante ese mismo período.

La transición pacífica a un sistema democrático y la adopción de reformas para transformar la economía nicaragüense en una economía de mercado, en los primeros años de la década de los noventa, generó una recuperación económica notable a mediados de esa misma década. A partir del año 1994, la economía creció a un ritmo vigoroso, alcanzando tasas de crecimiento promedio del 5% anual, equivalente al 2% per cápita. (gráfica 1)

Gráfica 1



Fuente: Banco Central de Nicaragua

El crecimiento se desaceleró en los últimos cuatro años, pasando del 7.4%¹ en 1999 a 1% en 2002. Entre los factores que contribuyeron se encuentran la política fiscal debilitada,

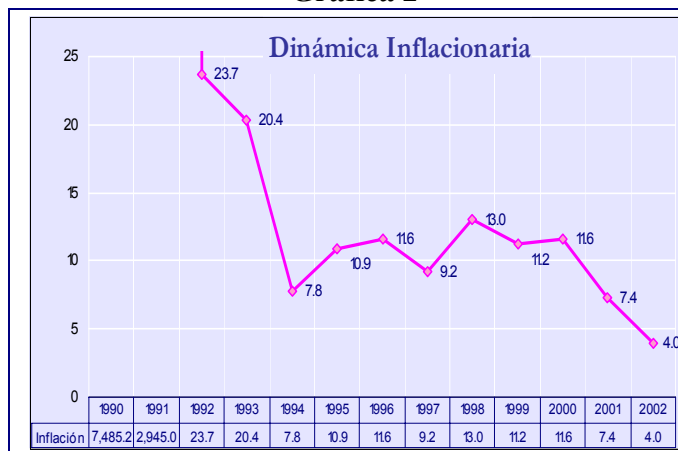
¹ Este crecimiento extraordinario estuvo influenciado por la ayuda recibida para las actividades de reconstrucción luego del huracán Mitch.

las crisis bancarias de 2000 y 2001, el deterioro de las condiciones externas, problemas institucionales, estructurales y, la reducción en la ayuda externa al terminar la emergencia del huracán Mitch.

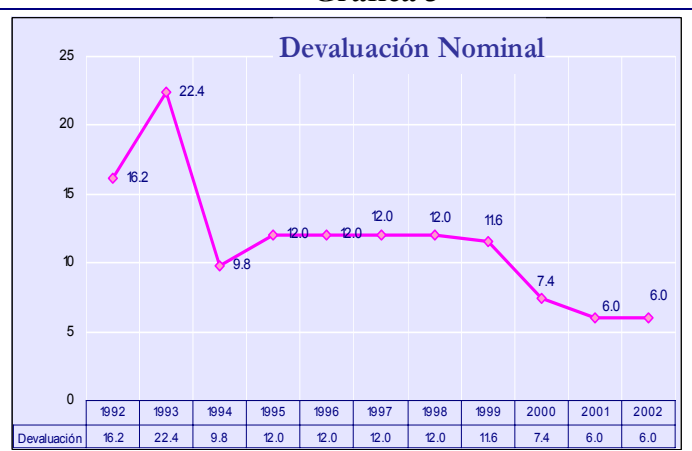
Inflación y Devaluación:

Durante los años ochenta e inicios de los noventa, la economía nicaragüense vivió procesos inflacionarios severos, aún en 1990 y 1991 las tasas de inflación anual fueron de 7,485% y 2,945% respectivamente. Es a partir de 1992 y con la adopción de políticas conducentes al control inflacionario se logró estabilizar la dinámica de los precios hasta alcanzar niveles del 7.4% y 4% para 2001 y 2002 respectivamente. (Gráfica 2)

Gráfica 2



Gráfica 3



Fuente: Banco Central de Nicaragua

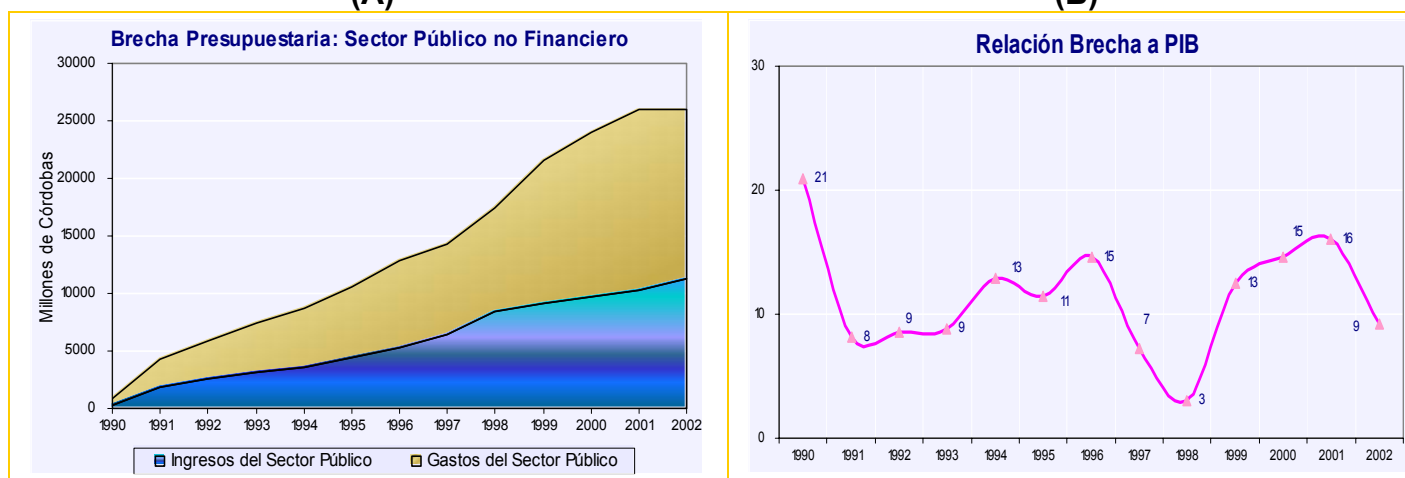
En el año 1993 se adoptó el sistema de “deslizamiento cambiario diario y preestablecido” constituyéndose en una ancla efectiva para el control de la inflación. En enero de 1996 se hizo efectiva la unificación del sistema cambiario, con lo cual se eliminaron todas las restricciones cambiarias que afectaban las transacciones internacionales y la práctica de múltiples tipos de cambio. En noviembre de 1999 se estableció la pauta de deslizamiento en el 6% anual. (Gráfica 3). El régimen de deslizamiento cambiario ha servido a Nicaragua como un ancla para garantizar baja inflación y mantener en niveles adecuados la competitividad externa.

Sector Público:

Durante el período 1991-1996, la brecha entre ingresos y gastos del sector público no financiero creció a una tasa promedio del 30%. Para el bienio 1997-1998 el crecimiento de la brecha fue negativo, es decir, los ingresos fueron mayores que los gastos. (Gráfica 4a)

Es a partir del año 1999 y hasta 2001 que los gastos fiscales se incrementaron y los ingresos cayeron, como consecuencia la brecha del sector público no financiero se disparó hasta alcanzar niveles de 13%, 15% y 16% del PIB (razón brecha a PIB) para 1999, 2000 y 2001, respectivamente; durante este trienio, la política fiscal nicaragüense tuvo como norte el “Programa de Reconstrucción y Transformación”² cuyo objetivo fundamental fue subsanar los daños ocasionados por el huracán Mitch. (Gráfica 4b)

Gráfica 4
Desempeño del Sector Público no Financiero
(A) (B)



Fuente: Banco Central de Nicaragua

Durante ese mismo período se dio la crisis bancaria que llevó al cierre de cuatro bancos comerciales y como consecuencia de los salvamentos se registra un incremento significativo en el saldo de la deuda pública interna.

A partir del año 2002 se vislumbran mejoras en el desempeño fiscal, los ingresos crecieron en un 12% respecto al año anterior y los gastos cayeron en 10%, por tanto la

² Banco Central de Nicaragua. Informe Anual 2000.

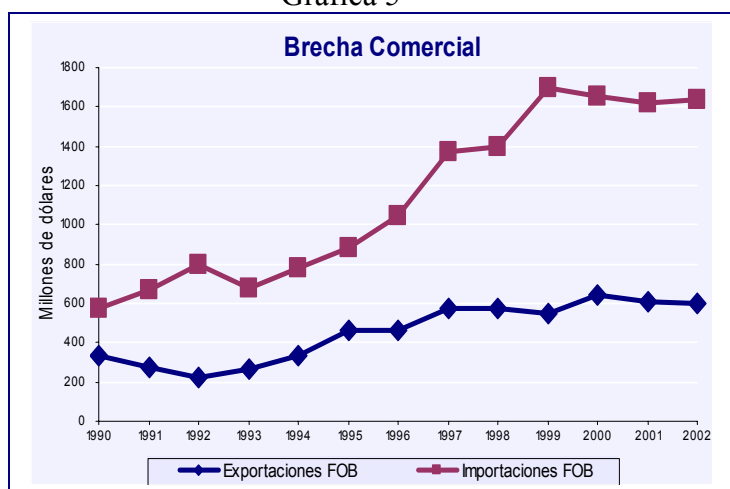
brecha tendió a cerrarse, tendencia que deberá mantenerse en los próximos años, de acuerdo a las proyecciones del Gobierno de Nicaragua. (Gráfica 4b)

La estrategia fiscal de mediano plazo tiene como meta la reducción del déficit del sector público combinado (antes de donaciones) desde 21% del PIB en 2001 al 7.5% del PIB en 2005³, para ello, se espera incrementar los ingresos por recolección de impuestos

Sector Externo:

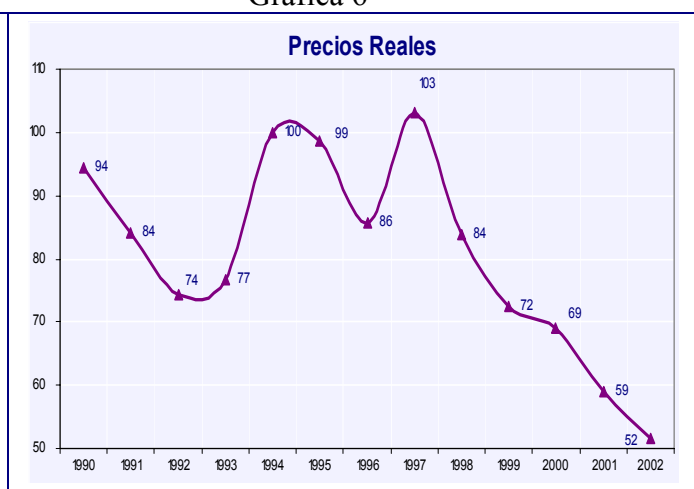
El comercio exterior de Nicaragua durante los últimos doce años se ha caracterizado por un modesto crecimiento de las exportaciones e importaciones creciendo más aceleradamente, como consecuencia, la brecha comercial ha aumentando año con año (Gráfica 5)

Gráfica 5



Fuente: Banco Central de Nicaragua

Gráfica 6



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

El desempeño del comercio exterior nicaragüense está relacionado con las condiciones de intercambio en los mercados mundiales, la gráfica 5 muestra que los precios reales ponderados de los principales productos de exportación de Nicaragua reflejan un franco deterioro, notable a partir de 1997 hasta la fecha⁴. Preocupante la tendencia casi explosiva en la caída de los precios internacionales de los principales productos de exportación de la economía nicaragüense.

³ Documento del FMI. Acuerdo de tres años bajo el Servicio para el Crecimiento y Lucha contra la pobreza (PRGF) 2002.

⁴ Es la razón del promedio ponderado de los índices de precios de los commodities más representativos para Nicaragua (café, azúcar, carne y camarones) y el índice de precios al consumidor de los EUA (base 1995). La fuente de información fueron las IFI's del FMI.

En cuanto al déficit en Cuenta Corriente que en el año 2001 alcanzó el 38% del PIB⁵, se espera que en 2005 alcance el 19% del PIB, para ello, se proyecta que las exportaciones se beneficien por una recuperación gradual en los precios del café y azúcar, y que las exportaciones de no tradicionales continúen desarrollándose. Asimismo se espera un crecimiento moderado de las importaciones⁶. La balanza de servicios, por su parte, deberá mejorar gracias al rápido crecimiento de las exportaciones de las zonas francas, así como los ingresos por turismo receptivo, en adición el menor pago de intereses por deuda externa.

II. Deuda Pública de Nicaragua

La abultada deuda pública nicaragüense es el resultado de grandes desbalances fiscales, debilidades institucionales y de gobernabilidad. La deuda pública externa se inicia a mediados de los años setenta y crece a pasos agigantados durante los ochenta; mientras que en la deuda interna se distinguen dos momentos: en los noventa con la emisión de los bonos de indemnización para compensar a los perjudicados con las confiscaciones durante el régimen sandinista y luego durante el bienio 2000-2001, emisión de bonos para cubrir la diferencia entre los activos y pasivos de los bancos quebrados que fueron asumidos por el resto de bancos sanos.

2.1 Deuda Pública Externa

La deuda pública externa de Nicaragua inicia en la década de los setenta, creciendo a tasas de 44% y 36% durante el bienio 1973 y 1974, años post-terremoto. En 1979, con la guerra civil nicaragüense, nuevamente la deuda externa se dispara, creciendo en un 64% con respecto al año anterior y pasando de US\$154.9 millones en 1969 a US\$1,561.8 millones en 1979, es decir que durante esos diez años la deuda externa aumentó en 908% (según datos del BCN).

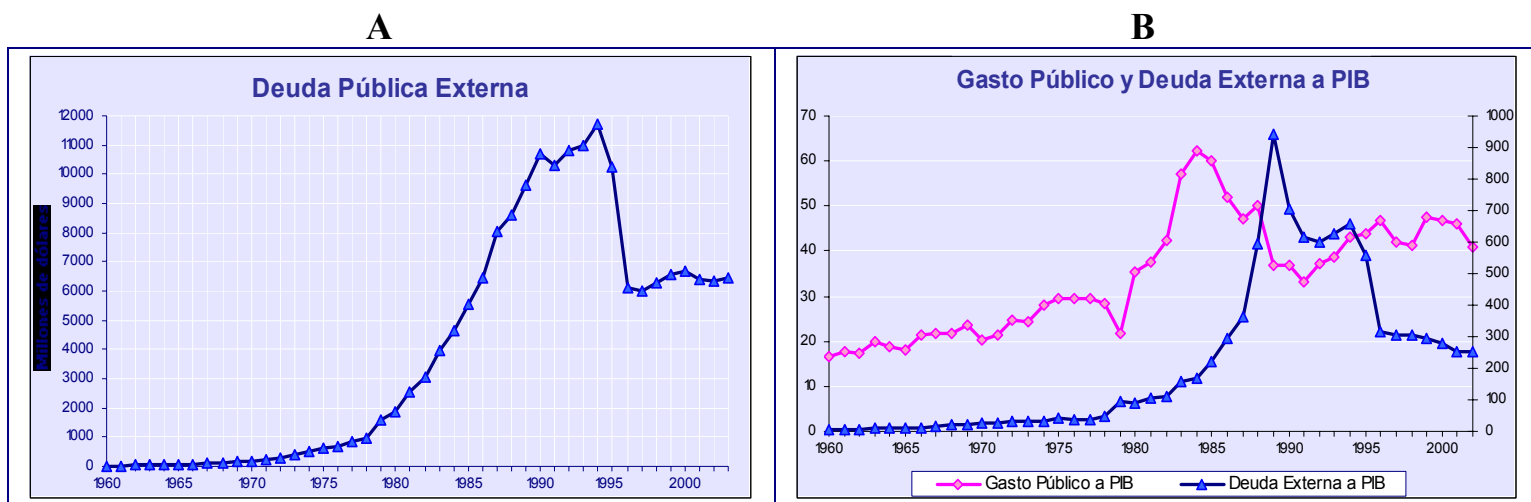
⁵ Con las Nuevas Cuentas Nacionales base 1994 esta relación está alrededor del 20%

⁶ Documento del FMI. Acuerdo de tres años bajo el Servicio para el Crecimiento y Lucha contra la pobreza (PRGF) 2002.

La década de los ochenta que corresponde a los años de régimen sandinista (1979-1989) se caracterizó por un crecimiento vertiginoso del endeudamiento externo, incrementándose a tasas promedio anuales del 24%. Una de las causas fundamentales del endeudamiento durante esos años fue el financiamiento de los desbalances fiscales sin precedentes en la historia económica de Nicaragua, el gasto público como porcentaje del PIB llegó a alcanzar niveles de 62% y 59% del PIB en 1984 y 1985 respectivamente (véase gráfica 7). La deuda externa pasó de US\$961.3 millones en 1978 hasta US\$10,715.4 en 1990.

A partir de 1990 se iniciaron esfuerzos de estabilización macroeconómica y reformas estructurales. Se eliminaron los controles de precios, liberalizado el sistema comercial; fueron fortalecidos los ingresos de gobierno; se redujo el ejército y número de empleos públicos. Se logró la apertura a la banca privada, se privatizaron bancos estatales, se creó y fortaleció la superintendencia de bancos y se fortalecieron las políticas financieras.

Gráfica 7
Stock de la Deuda Pública Externa



Fuente: Banco Central de Nicaragua.

Nota: En el eje derecho la razón deuda externa a PIB

Paralelamente se iniciaron esfuerzos tendientes a reducir la gigantesca deuda externa y su pesada carga para todos los nicaragüenses, deuda que como porcentaje del PIB llegó a alcanzar hasta un 940% en 1989. Durante los años noventa la deuda se redujo a una tasa

anual promedio de -2.4%, alcanzando su pico en reducción durante 1995-1996 cuando se logró bajar la deuda en -12% y -40% respectivamente (con respecto al año anterior), pasando de US\$11,695 millones a US\$6,094.3 en 1996 (datos del BCN)⁷.

Al iniciarse los esfuerzos para la inclusión de Nicaragua en la iniciativa HIPC, se consideró la posición de su deuda externa a finales de 1999 la cual fu estimada en US\$6.4 mil millones. El valor presente neto (vpn) de la misma, luego de aplicar el mecanismo tradicional de alivio de deuda, se estimó en US\$4.5 mil millones, equivalente al 540% de sus exportaciones, 827% de los ingresos de gobierno en 1999 y 208% del PIB⁸.

Por su parte, la composición de la deuda externa para ese mismo año, cerca del 34% se debe a los acreedores multilaterales, 27% a los acreedores oficiales del Club de París, 38% a otros acreedores bilaterales oficiales y el 1% a los acreedores comerciales. En el apartado relacionado a la iniciativa HIPC se amplía información sobre la reducción de la deuda externa nicaragüense y el aporte de los acreedores multi y bilaterales al esfuerzo.

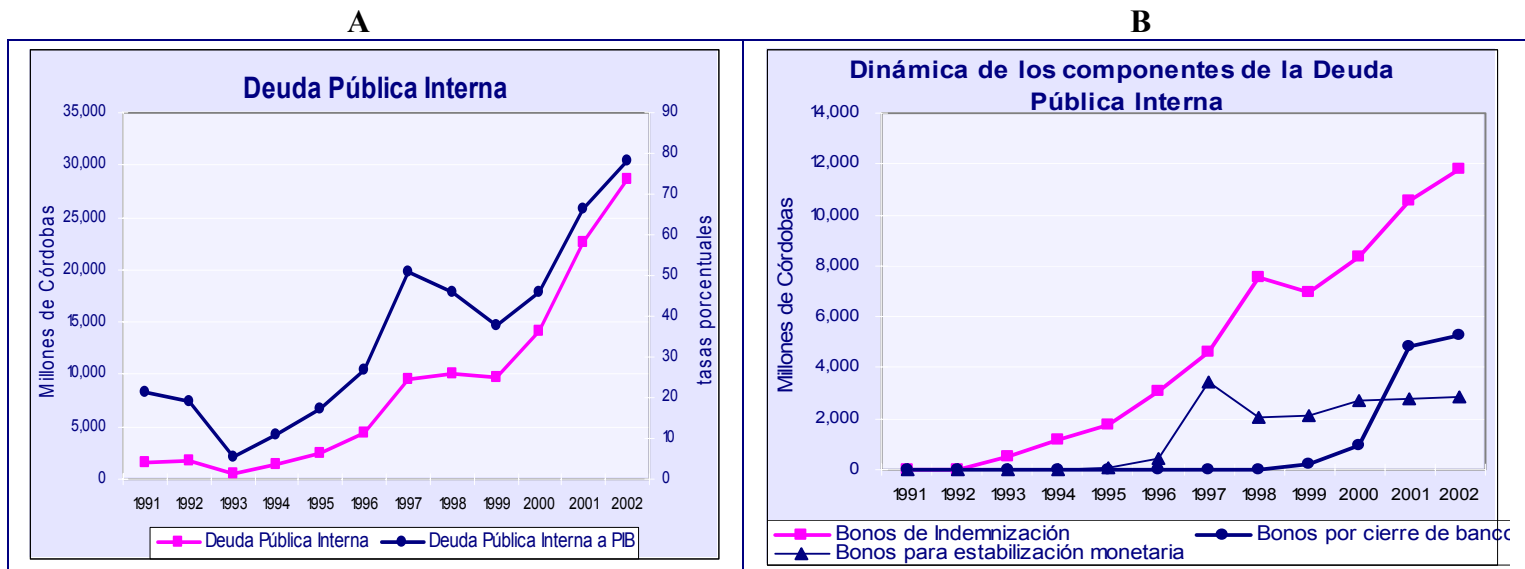
2.2 Deuda Pública Interna

La Deuda Pública Interna nicaragüense es un fenómeno que inicia en la década de los noventa con la emisión de los bonos de indemnización, se alimenta posteriormente con la colocación de los bonos de estabilización monetaria y se torna en un problema crítico e insostenible con las crisis bancarias en el 2000-2001. (Gráfica 8)

⁷ Mayores detalles sobre condonaciones y reestructuraciones de deuda en el apartado 3.1 sobre administración de deuda externa

⁸ Datos utilizados en el Documento del FMI: Punto de Decisión para Nicaragua en el marco de la iniciativa para los países pobres muy endeudados HIPC. 7 de Diciembre del 2000.

Gráfica 8
Stock de la Deuda Pública Interna



Fuente: Banco Central de Nicaragua. Nota: En el eje derecho la razón deuda interna a PIB

Durante 1991 y hasta 1994, la deuda pública interna, aunque con tendencia creciente a partir de 1993, estuvo controlada y se mantuvo en niveles menores al 20% del PIB con un saldo oscilante entre 1.5 y 2.3 millones de Córdoba (como se observa en gráfica 8A).

A partir de 1995 hasta la fecha la deuda interna creció muy rápidamente gracias al incremento vertiginoso en la emisión de los bonos de indemnización⁹, los cuales han significado entre 70% y 90% de la deuda total, salvo en los últimos años que los bonos por quiebras bancarias han incrementado su propia contribución a la deuda interna total. Los bonos de indemnización tienen una madurez de 15 años y tasas de interés entre el 3% y 5%, la deuda resultante alcanza aproximadamente US\$800 de millones, iniciará su madurez en 2004 y se tornará significativa en el año 2007¹⁰.

A partir del año 1996 el crecimiento de la deuda fue fortalecido con el incremento de los “Certificados Negociables de Inversión (CENI)” o bonos para estabilización monetaria

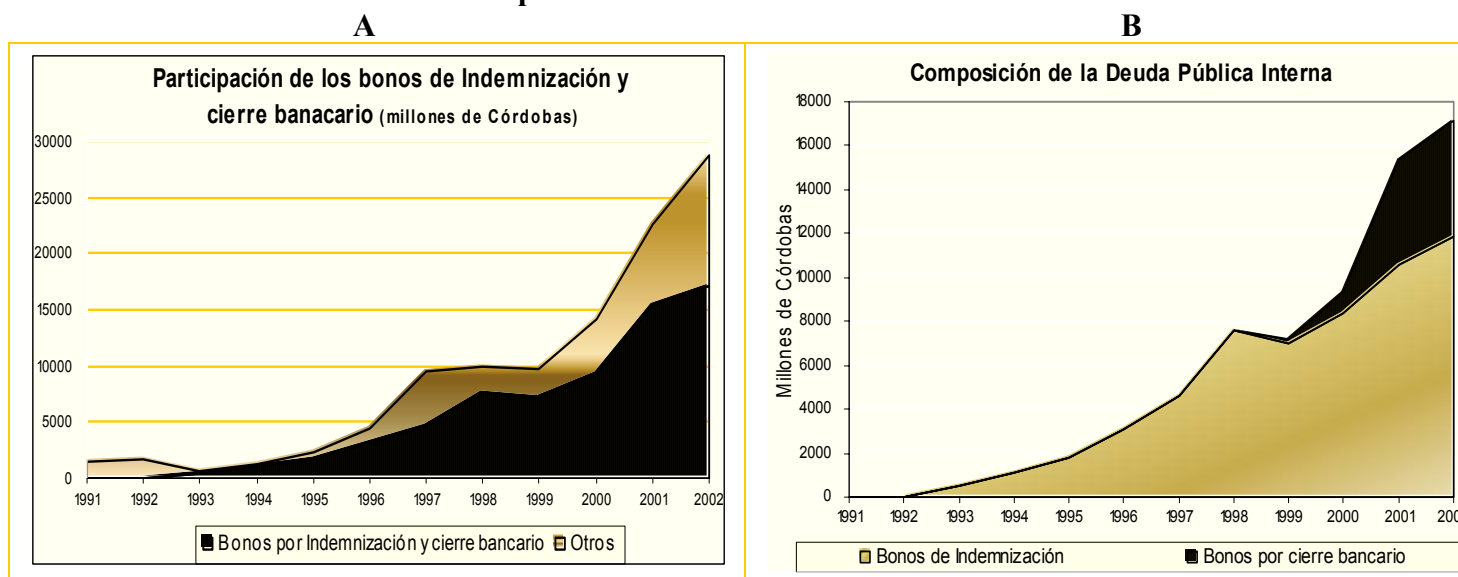
⁹ En los años ochenta se dieron procesos de nacionalización y confiscación de bienes privados, proceso que con el nuevo gobierno democrático durante los noventa, fue solventado vía compensación a los agentes afectados, para ello se utilizaron los bonos de indemnización.

¹⁰ Documento del FMI. Acuerdo de tres años bajo el Servicio para el Crecimiento y Lucha contra la pobreza (PRGF) 2002.

(gráfica 8b), los que fueron colocados por la autoridad monetaria en la Bolsa de Valores y en subastas y están asociados con el aumento de las reservas monetarias oficiales.

La crisis bancaria del 2000-2001 fue uno de los golpes más fuertes que ha sufrido la economía del país, constituyendo las quiebras y el saneamiento bancario un gran reto para el sistema financiero nacional.

Gráfica 9
Composición de la Deuda Pública Interna



Fuente: Banco Central de Nicaragua

A inicios de los años noventa con la apertura de muchos bancos privados y la rápida expansión del crédito al sector privado, el sector financiero nicaragüense tuvo una expansión notable, sin embargo, dada la inadecuada supervisión bancaria, la escasa cultura crediticia y las múltiples transacciones fraudulentas, llevaron a la crisis bancaria del 2000-2001, sin precedentes en la historia económico-financiera de este país.

Entre agosto 2000 y agosto del 2001 quebraron cuatro bancos, representando el 40% de los depósitos totales. Como consecuencia, la brecha entre los pasivos o depósitos del público de los bancos cerrados y los activos que fueron absorbidos por los bancos solventes que asumieron dichos depósitos, fue llenada con bonos emitidos por la autoridad monetaria por cuenta del Gobierno. Los bonos indexados al dólar fueron emitidos a un plazo de vencimiento promedio de cuatro años y a una tasa de rendimiento

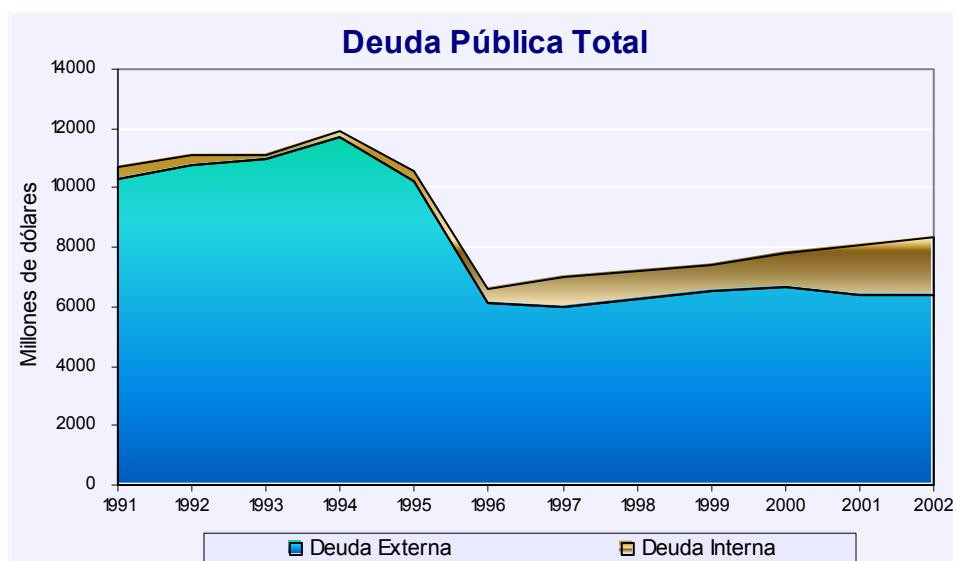
promedio del 14%. El costo total de las quiebras bancarias representan al Estado un costo total de aproximadamente US\$787.7 millones. La contribución de las quiebras bancarias a la deuda pública interna fue del 18% y 21% en el 2000 y 2001 respectivamente (véase gráfica 9b).

III Administración de Deuda Pública

A finales del 2001 la deuda pública total nicaragüense en términos nominales era de US\$7.9 millardos de dólares equivalentes al 310% del PIB. De lo cual US\$6.4 millardos constituye la deuda externa, equivalente al 250% del PIB y US\$1.5 millardos son deuda interna o 60% del PIB¹¹ (véase gráfica 10). Por otro lado, el pago de intereses, tanto externos como domésticos representa cerca del 15% de los gastos del gobierno central y el 22% de los ingresos en el año 2001.

La contribución de las quiebras bancarias a la deuda pública interna fue del 18% y 21% en el 2000 y 2001 respectivamente (véase gráfica 9b).

Gráfica 10



Fuente: Banco Central de Nicaragua.

¹¹ Documento del FMI. Acuerdo de tres años bajo el Servicio para el Crecimiento y Lucha contra la pobreza (PRGF) 2002.

Se esperaría que como resultado de las condonaciones y reestructuraciones de la deuda externa por un lado y la reducción de la deuda interna por el otro, la deuda pública total que en el año 2001 alcanzó en valor presente neto US\$5.8 miles de millones (equivalente al 229% del PIB), caiga desde el 230% al 107% del PIB entre el 2001 y el 2005. Asimismo el servicio de deuda pasaría del 25% del PIB en 2004 al 14% del PIB en 2005¹².

3.1 Deuda Pública Externa¹³

Las negociaciones para la reducción de la deuda externa se iniciaron temprano en los noventa, lográndose la condonación de US\$939.5 millones durante 1990-1994 en concepto de deuda bilateral con Alemania, Argentina, Colombia, Cuba, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Gran Bretaña, Holanda, Suecia, Taiwan y Venezuela.

Es interesante anotar que Holanda ha venido condonando la deuda de Nicaragua cada año desde 1992 con pequeños montos que oscilan entre US\$4 y US\$35 millones cada año. Venezuela en 1990 disculpó por la suma de US\$234.6 millones la deuda nicaragüense y Estados Unidos lo hizo en 1991 por un monto de US\$259.5 millones. Alemania por su parte perdonó US\$ 114.7 y US\$415.9 en 1994 y 1995 respectivamente.

Durante el bienio 1995-1996 se alcanzó a negociar la condonación de un monto aproximado a US\$5,700 millones, entre los que cuentan la deuda con la banca comercial (CATEG-USA) por un monto de US\$982.6 millones en 1995 y en 1996 sobresale la disminución de la deuda con México por US\$1,065.7 millones y US\$3,099.9 millones con la República Federativa de Rusia. También fue condonada parte de la deuda bilateral con Dinamarca, El Salvador e Italia. En años posteriores las condonaciones han sido por montos menores distinguiéndose en 1997 el BCIE con US\$103 millones, Cuba y Austria en 1998 y Francia en 1999.

¹² Ídem.-

¹³ Datos estadísticos provenientes del Banco Central de Nicaragua.

Asimismo, Nicaragua se ha beneficiado de tres reprogramaciones con los acreedores del Club de París, la primera en los términos de Londres con un 50% de su reducción en vpn; la segunda y tercera en base a los términos de Nápoles con 67% de reducción, también se lograron reprogramaciones con otros acreedores bilaterales oficiales como México, República Checa, República Eslovaca y Guatemala.

3.2 Iniciativa HIPC

El FMI y BM en septiembre de 1999 declararon elegible a Nicaragua para recibir asistencia bajo la iniciativa HIPC y se acordaron las condiciones para alcanzar el Punto de Decisión, lo que se logró en diciembre del 2000. La fecha estimada para alcanzar el Punto de Culminación fue prorrogada para diciembre del 2003.

Para decidir si Nicaragua podría participar en la iniciativa HIPC fue considerada la posición externa en el año base 1999, como sigue¹⁴ :

El valor presente neto de la razón deuda/exportaciones a finales de 1999 fue de 540%, significativamente arriba del 150% establecido como meta para la sostenibilidad de deuda externa en el marco de la HIPC. Por tanto, la situación de deuda externa de Nicaragua, aún después de la total aplicación del mecanismo de alivio de deuda tradicional, no podría ser sostenible. En términos del vpn, se requeriría asistencia de US\$3,267 millones para reducir la deuda externa de Nicaragua al nivel meta de US\$1,256 millones o 150% de exportaciones.

Actualmente Nicaragua se encuentra en la segunda etapa o período interino de la HIPC, período durante el cual el país recibe alivio interino de parte de los organismos internacionales (IDA, BID, BCIE, OPEC), también el gobierno logró acordar un nuevo Programa trianual “Reducción de la Pobreza y Facilidades de Crecimiento (PRGF)” con el FMI; asimismo las autoridades competentes han dirigido los esfuerzos en cumplir con las condiciones acordadas o puntos flotantes para alcanzar el Punto de Culminación.

¹⁴ Información proveniente del documento del FMI: Punto de Decisión para Nicaragua en el marco de la iniciativa para los países pobres muy endeudados HIPC. 7 de Diciembre del 2000.

Entre las condiciones para alcanzar el Punto de Culminación cuentan, reducir la pobreza y mantener la estabilidad macroeconómica, lo que se espera lograr en el marco del nuevo Programa “PRGF”, fortalecer la gobernabilidad y transparencia en la gestión del estado, reformas al sector público, modernizar el sistema de pensiones, privatización de las empresas de telecomunicaciones y generación de energía, fortalecer el sistema financiero, entre otras.

El costo total de proveer asistencia bajo la iniciativa HIPC a Nicaragua es de US\$3,267 millones, la parte correspondiente a los acreedores multilaterales asciende a US\$1,123 millones o 34% del costo total, mientras los bilaterales proveerían el monto restante US\$2,145 millones. Entre los acreedores multilaterales, la participación del BCIE sería de US\$435 millones y es el mayor, seguido por el BID con US\$387 millones; el FMI contribuiría con US\$82 millones; IDA contribuiría con US\$189 millones. La asistencia total implicaría una reducción común del 72.2% sobre la deuda calculada a finales de 1999.

También se prevé que como consecuencia del alivio de deuda, la carga fiscal por servicio de deuda declinaría; se proyecta que el servicio de deuda declinaría desde el 16% de las exportaciones y 27% de los ingresos de gobierno en el 2001 al 8% y 13% respectivamente en el 2005¹⁵. El alivio de deuda durante 2001-2003 financiará los costos de proveer servicios claves en las áreas de educación primaria y cuidados de salud especialmente en áreas rurales, tal como se especifica en el documento “Estrategia de Reducción de la Pobreza (PRSP)” que fue aprobado por el FMI y BM en septiembre del 2001.

Una vez que Nicaragua alcance el Punto de Culminación en el marco de la iniciativa HIPC y se reduzca la deuda externa a niveles sostenibles, las autoridades nicaragüenses deberán administrar prudentemente la nueva deuda pública limitando toda asistencia externa a donaciones y préstamos concesionales, para lo cual deberá discutirse y

¹⁵Documento del FMI. Acuerdo de tres años bajo el Servicio para el Crecimiento y Lucha contra la pobreza (PRGF) 2002.

aprobarse una ley de endeudamiento público que garantice mantener el endeudamiento externo en niveles sostenibles para la economía de este país.

3.3 Deuda Pública Interna

A finales del año 2002 la deuda pública interna estaba compuesta por¹⁶:

- Lo que el Estado de Nicaragua adeuda al sector privado, representado por los siguientes títulos valores:
 - ✓ Los Bonos de Pagos por Indemnización (BPI), emitidos por el Gobierno Central con el fin de compensar a las personas confiscadas de sus bienes muebles e inmuebles durante la década de los ochenta, empezaron a entregarse en 1993 y a finales del 2002 llegaron a alcanzar la suma de US\$829 millones;
 - ✓ Los Certificados Negociables de Inversión (CENI), colocados por el Banco Central tanto en la Bolsa de Valores como en subastas con el fin de aumentar las reservas internacionales oficiales. En 1997 fueron colocados CENI por la suma equivalente a US\$364.2 y a diciembre del 2002, el saldo adeudado ascendía a C\$2,882.4 millones equivalentes a US\$202.25 millones.
 - ✓ Los CENI emitidos para el rescate de los bancos cerrados, al final del 2002 reflejaba un saldo de US\$370.51 millones;
 - ✓ Los CENI emitidos para solventar las obligaciones de los productores de café con el Sistema Financiero Nacional, cuyo saldo a finales del 2001 y 2002 respectivamente fue de C\$140.3 y C\$133.1 equivalente a US\$10.43 y US\$9.33 millones.
 - ✓ Los Títulos Especiales de Liquidez (TEL), emitidos solamente para 2001 y 2002 por autoridad monetaria reflejan saldos de deuda por US\$39 y US\$49.5 millones respectivamente.
 - ✓ Los Bonos en Moneda Extranjera (BOMEX), colocados por el BCN, reflejan un saldo de deuda por US\$46.8, US\$21.3 y US\$9.7 millones a finales del 2000, 2001 y 2002 respectivamente.
- El segundo componente de la deuda interna es lo que el Estado de Nicaragua adeuda al sector Público, o sea bonos a favor del banco central en concepto de saneamiento de la banca estatal, pérdidas operativas y cambiarias del BCN y pago del servicio de la deuda externa. A finales del 2002 alcanzó los US\$505 millones.

¹⁶ Datos estadísticos provenientes del Banco Central de Nicaragua.

La deuda pública interna que en total alcanzó los US\$2,014.2 millones a diciembre del 2002 equivalente al 78.22% del PIB¹⁷, constituye la mayor fuente de vulnerabilidad de la economía nicaragüense dado los altos intereses que pagar y la concentración de la madurez de los bonos durante los próximos años.

IV. Sostenibilidad Fiscal en Nicaragua

4.1 Aspectos Generales

Según la teoría económica, el mantenimiento de altas cargas de deuda pública tanto interna como externa se constituye en un impuesto marginal que desincentiva la inversión y el crecimiento económico a mediano plazo, ya que importantes recursos de la sociedad están orientados al pago de los compromisos y no a la constitución de capital físico y humano que soporten el crecimiento económico. Por la anterior razón, es de suma importancia para los países en desarrollo, contar con niveles “sostenibles” de deuda pública que sean compatibles con las estrategias de crecimiento y disminución de pobreza que se implementen.

Nicaragua se encuentra en este momento en un momento privilegiado para diseñar políticas que le permitan, a mediano plazo, alcanzar tasas de crecimiento atractivas y sostenidas. A mediados de 2003 las negociaciones en la iniciativa HIPC están bastante avanzadas y permitirán una reducción del saldo de la de deuda externa de alrededor de un 72% por ciento. Por otro lado, al margen de la iniciativa HIPC Nicaragua ha logrado importantes condonaciones bilaterales de deuda externa.

Se estima entonces que al terminar el proceso HIPC y las condonaciones bilaterales el monto de la deuda de Nicaragua habrá alcanzado niveles manejables y se aliviará la carga que representa para la sociedad. Asimismo, es oportuno considerar que al alcanzar esta etapa, Nicaragua deberá implementar políticas orientadas a la consolidación de la estabilidad macroeconómica que coadyuven al crecimiento. Entre estas, reviste especial importancia la sostenibilidad fiscal ya que en el mediano plazo,

¹⁷ Con las nuevas cuentas nacionales 1994, este dato estaría alrededor de 40%

puede inferirse que disminuirá el acceso a créditos concesionales y a donaciones, recayendo en el país la responsabilidad de financiar los déficits fiscal y externo que hoy se ven apoyados por el flujo de donaciones del exterior y créditos concesionales.

Considerando lo anterior, se procede en este capítulo del informe a realizar un acercamiento a la sostenibilidad de la deuda pública total de Nicaragua; para ello, en las primeras dos secciones se presenta una breve revisión de las metodologías para la estimación de la sostenibilidad fiscal¹⁸ que la teoría económica moderna propone y seguidamente se hace la aplicación para el caso nicaragüense.

En el cuarto capítulo se abordará el tema del nivel óptimo de endeudamiento público total para Nicaragua, el cual toma relevancia ya que el país se acerca al punto de culminación dentro de la iniciativa HIPC, y es primordial que se conozca cual es el nivel en torno al cual debe manejar su posición deudora de forma de no volver a caer en una situación similar en el futuro. Para tal efecto, se presenta una modificación al indicador Talvi-Végh, que permite proponer el monto óptimo de deuda con relación al PIB.

4.2 Metodologías para Estimar la Sostenibilidad Fiscal

A finales de los años ochenta e inicio de los noventa la teoría económica presenció el surgimiento de nuevos enfoques en cuanto a la estimación de la sostenibilidad fiscal. Este avance fue impulsado por un enfoque distinto al que tradicionalmente se utilizaba, propuesto por Buitier a finales de los ochenta y por Blanchard a inicios de los noventa quienes fueron los pioneros en buscar indicadores de sostenibilidad fiscal alternativos a los tradicionales. A partir de las publicaciones de los autores mencionados, hubo una profusa investigación alrededor de “nueva forma” de acercarse al tema de sostenibilidad fiscal que básicamente concentra su análisis en la existencia de una restricción presupuestaria intertemporal del gobierno.

¹⁸ Para ampliar las exposiciones sobre las metodologías se sugiere consultar: Blanchard (1990), Horne (1991) quien presenta una muy buena síntesis y comentarios de diversos métodos.

A continuación se presentan algunas metodologías¹⁹ utilizadas para la estimación de sostenibilidad fiscal, entre ellas las presentadas por Blanchard y Talvi-Végh, así como el enfoque de Brecha fiscal y crecimiento económico.

Brecha Fiscal-Crecimiento Económico:

Este indicador se basa en una relación deuda /PIB que se asume constante:

$$\frac{d^*}{y} = b$$

Donde:

d^* = resultado fiscal/PIB

y = tasa de crecimiento del PIB nominal

b = deuda/PIB

Este indicador mide el ajuste necesario en el resultado fiscal del gobierno congruente con un nivel dado de deuda/PIB que permanecerá constante en el tiempo. Para lo anterior es necesario determinar un nivel d^* óptimo que resuelva la igualdad, que es el nivel de déficit/PIB congruente con el nivel de deuda/PIB constante. En este sentido si el “ d observado” es menor que “ d^* óptimo” el gobierno tendría que reducir el déficit fiscal y se evidenciaría insostenibilidad fiscal. Caso contrario, si d es mayor que d^* el gobierno tendría flexibilidad para poder gastar más o reducir impuestos.

Brecha Tributaria de corto plazo de Blanchard

$$t_0^* - t = (r - \theta)b_0 - d$$

donde:

t^* = ingreso tributario/PIB sostenible

t = ingreso tributario/PIB observado

d = resultado fiscal primario/PIB

r = tasa de interés real

θ = tasa de crecimiento económico

b_0 = deuda/PIB inicial

¹⁹ Existen otras metodologías que básicamente son modificaciones hechas a las que se presentan para efectos de aplicación a casos especiales.

Este indicador estima el ajuste en el déficit primario que se necesita para estabilizar la razón de deuda pública pendiente/ PIB del período anterior. Toda vez estén estimadas las trayectorias corrientes del saldo primario, la tasas de interés real y el crecimiento del producto.

Su interpretación es así:

Si $t_0^* - t \leq 0$ no existiría evidencia de insostenibilidad en la política fiscal

Si $t_0^* - t > 0$ existe evidencia de insostenibilidad en la política fiscal. Y el gobierno tendría que tomar acciones necesarias de corrección

Brecha Tributaria de largo plazo de Blanchard

$$t_3^* - t = (\text{promedio siguientes 3 años de } g) + (r - \theta) b_0 - t$$

donde:

t = ingresos fiscales / PIB

g = gasto público/ PIB (sin intereses)

r = tasas de interés real

θ = tasa de crecimiento económico

b₀ = deuda /PIB inicial

Mide el ajuste de la relación ingresos fiscales /PIB que se necesita para estabilizar la deuda pública pendiente /PIB, dada la trayectoria proyectada de gastos /PIB netos de intereses la tasa de interés real y el crecimiento económico.

Si $t_3^* - t \leq 0 \Rightarrow$ no hay evidencia de insostenibilidad en la política fiscal. La diferencia es un indicador del aumento en el gasto (- intereses) y/o reducción de impuestos viables.

Si $t_3^* - t > 0 \Rightarrow$ hay evidencia de insostenibilidad en la política fiscal. El margen indica la necesidad de aumentar los ingresos tributarios y/o reducir el gasto (- intereses).

En esta metodología la consideración de tres años como mediano plazo es arbitraria según los autores.

Indicador Talvi Végh (1998)

$$I_t^* \equiv \left(\frac{r - \theta}{1 + \theta} \right) \tilde{b}_{t-1} - \tilde{d}_t^*$$

donde:

I_t^* = indicador de sostenibilidad fiscal

\tilde{b}_{t-1} = deuda/PIB en el período inicial

\tilde{d}_t^* = resultado fiscal primario permanente/PIB

θ = tasa de crecimiento económico

Es la diferencia entre dos distintos balances primarios permanentes. El primer término de la derecha equivale al pago efectivo de intereses sobre la deuda inicial que es igual al resultado fiscal primario permanente bajo condiciones de viabilidad fiscal y el segundo es el resultado fiscal primario permanente que se planea ejecutar *ex ante*.

Los criterios para decidir si existe evidencia de insostenibilidad fiscal son:

$I_t^* \leq 0$, la política fiscal planeada a partir de t no es insostenible en un sentido *ex ante*, puesto que el resultado fiscal primario permanente es mayor o igual al pago efectivo de intereses sobre la deuda inicial.

$I_t^* > 0$, la política fiscal planeada *ex ante* da muestras de insostenibilidad, pues el resultado fiscal primario permanente planeado es insuficiente para cubrir el pago efectivo de intereses sobre la deuda pública.

4.3 Estimación de Sostenibilidad de la Deuda Pública para Nicaragua

El volumen de la deuda total de Nicaragua ostenta la connotación de insostenible bajo cualquier metodología de cálculo de sostenibilidad. En efecto, como se comentó Nicaragua lleva un buen trecho recorrido en la iniciativa de países pobres altamente endeudados HIPC, ya que sus niveles de endeudamiento con relación a los volúmenes del producto y de las exportaciones le calificaban por amplio margen como país pobre altamente endeudado y meritorio de un programa de ayuda para volver a la senda de la sostenibilidad.

En este contexto de la realidad nicaragüense, la aplicación de las metodologías de sostenibilidad tradicionales y aun la de las metodologías modernas que trabajan sobre una restricción presupuestaria no son de gran aporte al análisis de sostenibilidad fiscal. En el caso de las metodologías tradicionales, los umbrales de sostenibilidad son superados ampliamente, y en el caso de las metodologías más modernas que contemplan una

restricción presupuestaria para delinear la senda de sostenibilidad, estas consideran sus cálculos un nivel constante de la relación deuda total /PIB; que para el caso de Nicaragua, es muy poco probable que se quiera estabilizar esta relación a los niveles observados en los últimos años y que además supone esfuerzos fiscales imposibles de llevar a cabo²⁰.

Debido a lo anterior, el análisis de sostenibilidad obliga a trabajar en escenarios futuros que pueden darse toda vez que Nicaragua haya alcanzado el punto de culminación en el proceso HIPC y que es cuando la comunidad internacional y sobre todo las entidades financieras internacionales observarán si las autoridades nicaragüenses diseñan una política fiscal coherente con la sostenibilidad y apoyo a la política monetaria.

Considerando lo anterior, en este apartado para calcular la sostenibilidad de la deuda total de Nicaragua se hará uso del indicador Talvi-Végh, el cual se aplicará al estatus actual de las cifras nicaragüenses y luego se aplica a escenarios post-hipc para obtener un acercamiento a la nueva realidad de largo plazo.

Estimación de Sostenibilidad Cifras Actuales

Como se indicó en el apartado de Metodologías, el indicador Talvi-Végh evidencia la sostenibilidad básicamente al hacer una comparación entre el resultado fiscal primario bajo condiciones de estabilidad y el primario permanente necesario para mantener estabilidad. El escenario que se utilizará para el cálculo son parámetros estimados de largo plazo basados en las condiciones observables en Nicaragua. Por ejemplo, se contempla un crecimiento del 4% de largo plazo, el cual es congruente con las estimaciones presentadas por las autoridades nicaragüenses en su carta intenciones ante el FMI; El costo financiero por su parte, con una magnitud bastante baja recoge el costo concesional de crédito que esta economía ha tenido durante los últimos años con relación al total del saldo²¹; el saldo de deuda pública total a PIB representa el nivel al primer semestre de 2003 según datos del Banco Central de Nicaragua; y finalmente, el dato de resultado fiscal primario /PIB antes de donaciones es el promedio de los últimos 10 años según datos del FMI. Asimismo, se presenta el escenario que arroja la aplicación de las nuevas cuentas nacionales base 1994.

²⁰ De hecho, algunos trabajos sobre sostenibilidad fiscal en Centroamérica, no realizan cálculos sobre Honduras y Nicaragua, por las razones expuestas. (trabajo del BCIE por ejemplo)

²¹ Esta es una de las condiciones que gradualmente cambiará en la etapa Post HIPC

Cuadro 3.1
Cálculo de Sostenibilidad de Talvi -Végh

Factores	Escenario Actual De largo plazo	Escenario Actual Nuevas Cuentas Nacionales
PIB variación porcentual.	4.00	4.00
Tasa Real de Costo Financiero	2.66	2.66
Tasa Costo Financiero Real–Tasa de Crecimiento del PIB	-1.34	-1.34
Relación Deuda/PIB	326.00	163.00
Resultado Fiscal Primario /PIB	-2.01	-2.01
Indicador Talvi-Végh	-2.19	-0.09

Como fácilmente se puede deducir, los parámetros de la economía nicaragüense presentados no pueden ser representativos de un futuro mediato, por no decir inmediato. Por ejemplo, para cuando Nicaragua arribe al punto de culminación dentro del proceso HIPC se espera que se condone gran parte de la deuda externa, por lo tanto la relación deuda PIB cambiará significativamente; asimismo, el costo real de la deuda cambiará también ya que no es factible que luego de arribar a valores sostenibles (según la metodología del proceso HIPC) Nicaragua siga accediendo a tasas de interés concesionales por tiempo indefinido, lo mismo aplicaría para el caso de algunas donaciones.

Para efectos ilustrativos se tiene que con las condiciones actuales el indicador Talvi Végh indicaría que no existe la necesidad de un ajuste para conservar constante la relación deuda /PIB observada en 2002. Buena parte del resultado obtenido al aplicar la metodología a las cifras actuales se explica por el reducido costo financiero, (menor que la tasa de crecimiento del PIB) que hace parecer que la deuda pública esta en la senda de sostenibilidad. Sin embargo es de notar que sería una senda de sostenibilidad impráctica ya que no es factible creer que algún país quiera mantener constante una relación deuda/PIB de semejantes magnitudes.

En este sentido, se procede a elaborar un nuevo cálculo con un escenario estimado al que podría ser el escenario observable luego de alcanzar el punto de culminación en el proceso HIPC.

Cálculo de Sostenibilidad en Período Post HIPC

Para este escenario se considera que la economía nicaragüense tiene potencial de crecimiento promedio de largo plazo de un 4%; en cuanto al costo financiero, si bien puede ser que se conserven créditos concesionales en montos significativos, es más sano asumir que Nicaragua contratará deuda a condiciones de mercado, por lo tanto se estima una tasa de 10% de costo financiero combinado para la deuda externa e interna; en cuanto al saldo de la deuda total/PIB, se considera que el saldo actual de la deuda externa disminuyó en un 75% (según lo esperado al culminar el proceso HIPC) y en cuanto al saldo fiscal primario, este permanece independiente al efecto de las condonaciones ya que es un resultado del ejercicio fiscal, por lo tanto se sigue utilizando el valor promedio de los últimos diez años.

Cuadro 3.2
Cálculo Con Escenario Post HIPC

	Estimados	Estimados Nuevas Cuentas Nacionales
PIB variación porcentual.	4.00	4.00
Tasa Real de Costo Financiero	10.00	10.00
Diferencia tasa Interés Efectiva –Tasa de Crecimiento del PIB	6.00	6.00
Relación Deuda/PIB	128.00	65.00
Resultado Fiscal Primario /PIB	-2.01	-2.01
Indicador Talvi-Végh	9.39	5.76

En el escenario post HIPC, se observa como el indicador Talvi-Végh indica que el esfuerzo fiscal a realizar (incremento en el resultado fiscal primario equivalente a 9.39 puntos porcentuales del PIB) incrementa significativamente; el incremento se debe particularmente al cambio en el costo real financiero de la deuda²². Si bien se espera que esta variable no incremente de forma violenta justo después del punto de culminación en el HIPC, es factible esperar que conforme Nicaragua avance en el período post HIPC, el acceso a tasas concesionales disminuirá y que la proporción de su deuda externa a precios de mercado incrementará, provocando así el incremento en el costos financiero real del stock de deuda.

²² Se observa que con las magnitudes de las nuevas cuentas nacionales este esfuerzo es menor (las nuevas cuentas nacionales impacta particularmente en la magnitud del pib y en las razones que lo incluyen)

Para ilustrar el punto anterior, en el siguiente cuadro se presenta el esfuerzo que el indicador Talvi Végh propone para distintos niveles de costo financiero, manteniendo estable los demás parámetros.

Cuadro 3.3
Indicador Talvi-Végh para Distintos Escenarios Post-HIPC

Factores	Escenario Actual	Escenarios Post HIPC con Distintos Costos Financieros Efectivos					
	de Largo Plazo						
Crecimiento PIB	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
Costo Real Financiero	2.66	3.00	4.00	6.00	8.00	10.00	12.00
Dif Pib- Costo Real Financiero	-1.34	-1.00	0.00	2.00	4.00	6.00	8.00
Deuda/PIB	326.00	128.00	128.00	128.00	128.00	128.00	128.00
Res. Fiscal Primario	-2.01	-2.01	-2.01	-2.01	-2.01	-2.01	-2.01
Indicador Talvi Vegh	-2.19	0.78	2.01	4.47	6.93	9.39	11.86
Deuda/PIB Nuevas Cuentas	163.00	65.00	65.00	65.00	65.00	65.00	65.00
Indicador Talvi Vegh Nuevas Cuentas	-0.09	1.39	2.01	3.26	4.51	5.76	7.01

Como puede fácilmente observarse a mayor costo financiero es mayor el esfuerzo fiscal requerido para ajustar el déficit fiscal primario y acomodar la situación fiscal en la senda de la sostenibilidad. Este punto ilustra la necesidad que tiene Nicaragua de emplear un combinación de políticas económicas coherentes en el período post HIPC, de forma que la comunidad financiera internacional no eleve el rendimiento requerido para inversiones en papeles nicaragüenses. La comunidad internacional exigirá seguramente que Nicaragua adopte un comportamiento coherente que no le lleve de nuevo a una situación de deuda como la vivida, ya que un segundo HIPC es una opción bastante remota.

Como una guía entonces, se procede en el siguiente capítulo a calcular el Monto Óptimo de deuda total/PIB que una economía en las condiciones de la nicaragüense puede administrar de forma solvente.

V. Monto Óptimo de Deuda Total/PIB Sostenible para la Economía Nicaragüense

Para obtener un acercamiento al monto óptimo de deuda pública, se procede a realizar una modificación al indicador Talvi-Végh. Básicamente, la modificación busca igualar el indicador a cero, de forma que el nivel de deuda obtenido sea sostenible en el límite, es decir, que no quede una situación de sostenibilidad sobrada. Lo anterior es básico para un país en desarrollo ya que la necesidad de financiamiento es grande.

En el presente capítulo, se procede en el primer apartado al cálculo de indicador modificado, para luego hacer su aplicación al caso de Nicaragua y obtener el nivel de deuda pública óptimo. Finalmente, en la última sección de este capítulo, se presentan distintos escenarios de la economía nicaragüense y los correspondientes niveles de deuda óptimo para los mismos.

5.1 Indicador Talvi-Végh Modificado

Se tienen entonces que partiendo del indicador original, se procede por medio de sustitución algebraica a encontrar un “nivel óptimo” de deuda²³.

1)

$$I_t^* \equiv \left(\frac{r - \theta}{1 + \theta} \right) \tilde{b}_{t-1} - \tilde{d}_t^*$$

I_t^* = indicador de sostenibilidad fiscal

\tilde{b} = **deuda/PIB en el período inicial**

\tilde{d}_t^* = resultado fiscal primario permanente/PIB

θ = tasa de crecimiento del PIB

Si $I^* = 0$,

²³ El nivel óptimo se refiere al monto de deuda pública total que una economía puede soportar de forma sostenible, en el sentido de no utilizar financiamiento para el servicio de la misma y que no deje recursos sin utilizar.

2)

$$\tilde{b} \equiv \left(\frac{1 + \theta}{r - \theta} \right) \bullet \tilde{d}_t^*$$

La expresión dos esta indicando el nivel de deuda pública total/PIB de largo plazo congruente con la sostenibilidad fiscal de acuerdo a los parámetros considerados.

5.2 Nivel Sostenible de Deuda Pública Total/PIB en Nicaragua

Utilizando de nuevo el escenario previsible luego de alcanzar la culminación en el proceso de HIPC, tendríamos que, para este caso, el nivel sostenible de la deuda pública total de Nicaragua estaría alrededor del 35% del PIB. En este caso utilizamos la expresión “alrededor” ya que las cifras utilizadas son “estimados” de un escenario futuro, sin embargo, si se cuenta con cifras observadas, el cálculo del nivel óptimo, que es bastante práctico, puede hacerse fácilmente y permite monitorear las desviaciones que existan de dicho nivel.²⁴

Cuadro 3.4
Cálculo del Nivel Óptimo de Deuda Pública Total/PIB

Componentes	Estimados
PIB variación porcentual.	4.00
Tasa Real de Costo Financiero	10.0
Diferencia tasa Interés Efectiva–Tasa de Crecimiento del PIB	6
Relación Deuda/PIB	35%
Resultado Fiscal Primario /PIB	2.01
Indicador Talvi-Végh	0

El nivel de deuda óptimo obtenido es congruente con lo que trabajos empíricos en el ámbito mundial proponen ya que niveles por arriba del 40% del PIB las economías aumentan su vulnerabilidad ante crisis financieras.

²⁴ En todo caso, el nivel óptimo obtenido siempre será una aproximación

5.3 Cálculo del Nivel Óptimo de Deuda Total/PIB en Distintos Escenarios

En este apartado, utilizando el indicador Talvi Végh modificado se procede a ilustrar los distintos niveles óptimos de deuda pública total con respecto al PIB que serían manejables para una economía como la nicaragüense bajo distintas condiciones.

Según el siguiente cuadro, manteniendo constante el saldo fiscal primario y el costo real de financiamiento, al alcanzar mayores tasas sostenibles de crecimiento del producto, la economía tiene mayor capacidad de aceptar más stock de deuda sin afectar la sostenibilidad.

Cuadro 3.5
Nivel Óptimo de Deuda Total/PIB Sostenible
Cambios en el Crecimiento Económico

VARIABLES	CAMBIOS DE CRECIMIENTO ECONOMICO			
crecimiento economico	3.00%	4.00%	5.00%	6.00%
saldo fiscal primario	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
costo real de financiamiento	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
monto deuda/PIB sostenible	29.43%	34.67%	42.00%	53.00%

Es oportuno mencionar que este cálculo se refiere a niveles de crecimiento en el producto que puedan ser sostenidos en plazos largos, ya que la metodología original se basa en cifras de largo plazo.

El fortalecimiento del sector fiscal, por su parte, permite servir mayores saldos de deuda, en el cuadro 3.6 puede observarse como manteniendo constante la tasa de crecimiento y el costo real financiero, a mayores saldos fiscales primarios mayor es la capacidad de servir deuda pública de forma sostenible.

Cuadro 3.6
Nivel Óptimo de Deuda Total/PIB Sostenible
Cambios en Saldo Fiscal Primario

VARIABLES	CAMBIOS DEF FISCAL PRIMARIO			
crecimiento economico	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
saldo fiscal primario	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
costo real de financiamiento	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
monto deuda/PIB sostenible	17.33%	34.67%	52.00%	69.33%

El cuadro 3.7 ilustra el impacto que tiene un costo financiero creciente en la capacidad de administración sostenible del stock de deuda pública. A mayor costo, menor stock de deuda disponible en senda de sostenibilidad. Circunstancia obvia que ilustra la importancia para los países en desarrollo, y con grandes retos en la disminución de pobreza, de seguir siendo usuarios de créditos concesionales, circunstancia que Nicaragua tendrá que aprovechar en el mediano plazo.

Cuadro 3.7
Nivel Óptimo de Deuda Total/PIB Sostenible
Cambios en Costo de Financiamiento

VARIABLES	CAMBIOS EN COSTO FINANCIERO			
crecimiento economico	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
saldo fiscal primario	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
costo real de financiamiento	8.00%	10.00%	11.00%	12.00%
monto deuda/PIB sostenible	52.00%	34.67%	29.71%	26.00%

VI. Conclusiones y Recomendaciones de Política

a. Conclusiones:

1. En los últimos años Nicaragua ha seguido un marco de políticas monetaria y fiscal caracterizadas por una política fiscal expansiva y una monetaria contractiva influenciada por la existencia de una política cambiaria con tipos de cambio prefijados.
2. La desaceleración económica observada en 2001 obedece básicamente a tres factores: caída en la relación de términos intercambio; reducción en la ayuda externa e inversión extranjera y la incertidumbre política.
3. La reducción en la ayuda externa e inversión extranjera es atribuible a una disminución normal al haber pasado la fase de reconstrucción derivada del huracán Mitch y a los cuestionamientos sobre el rol de algunas instituciones ejecutoras de la ayuda externa
4. La deuda Interna ha tenido varias etapas de formación, entre las cuales resaltan la reducción en el flujo de capitales en 1997, ante la cual el Banco Central de Nicaragua emitió deuda con el objetivo de acumular reservas internacionales las cuales básicamente se adquirieron emitiendo CENIS; el cierre de BANADES, para el cual también se emitieron CENIS; en 2001 se hace una emisión de BOMEX y una emisión de CENIS para instrumentar el cierre del Banco Popular; en 2002 sobresale la emisión CENIS para esterilizar asistencia financiera prestada a Interbank y Bancafé.
5. Gran parte de la deuda interna esta colocada en títulos de corto plazo y a tasas del orden del 17% significando un costo bastante alto para el banco central. Sobre el particular es importante comentar que a mediados de 2003 se han logrado algunas renegociaciones de los títulos de deuda emitidos, logrando ampliar los plazos y reducir las tasas de rendimiento ofrecidas.
6. El elevado nivel de deuda del banco central pone en riesgo el objetivo de estabilidad de precios, ya que ante un evento que disuada a los tenedores de realizar roll over, el banco central se vería obligado a emitir circulante lo que pondría presión en las RIN.

7: En cuanto a la estimación de sostenibilidad de la deuda pública, se observó que en las actuales condiciones los modelos estándares no son aplicables, ya que tanto el saldo total de la deuda como el monto de la misma sujeta a términos concesionales limitan grandemente la aplicación de las metodologías desarrolladas. En este sentido, además de hacer un cálculo de la situación actual, se procedió a aplicar las metodologías en escenarios probables de enfrentar en la época post HIPC encontrando los siguientes resultados:

- La aplicación de la metodología a las circunstancias actuales se ve fuertemente afectada por el monto de créditos concesionales que reducen grandemente el costo financiero real. Por lo tanto arroja un resultado “sostenible” cuando a toda luz el monto actual no lo es.
- Al aplicar la metodología a futuros escenarios probables, se observa claramente el rol que juega el costo financiero real en el esfuerzo fiscal necesario para mantener la senda de sostenibilidad. Ello evidencia la necesidad de optar por créditos concesionales y de ayuda; los cuales son factibles de lograr principalmente para llevar a cabo proyectos de combate a la pobreza.

8. Para el cálculo del monto de deuda óptimo que el país puede soportar, se llevó a cabo una modificación al indicador de sostenibilidad utilizado. Dicha modificación se realizó para obtener un acercamiento al monto de deuda total a PIB óptimo, en el sentido de que se logre una senda de “sostenibilidad en el límite”; es decir, utilizando todo el financiamiento posible y evitando una sostenibilidad sobrada que pudiera dejar recursos sin utilizar. Entre los resultados obtenidos de la aplicación del Indicador Talvi Végh Modificado se tiene un escenario que contempla un costo real financiero de 10% y crecimiento económico de 4%. Se obtuvo que el nivel óptimo de deuda pública total sobre PIB debe rondar alrededor del 35%. Asimismo, como es de esperar, los escenarios donde se logra mayor crecimiento económico sostenible y mejoras en el saldo fiscal primario permiten acceder a mayor nivel de endeudamiento, caso contrario cuando el costo financiero real se incrementa.

9. Si bien la metodología adoptada se basa en valores de largo plazo, el indicador modificado permite realizar cálculos sobre variables observadas, proveyendo acercamientos al volumen óptimo de la deuda pública total/PIB que la economía en cuestión está en capacidad de soportar.

b. Recomendaciones

1. Con posterioridad a completar el proceso de reducción de deuda nicaragüense mediante la iniciativa HIPC, la comunidad internacional esperaría un comportamiento macroeconómico congruente y orientado a la consolidación de la estabilidad macroeconómica. En este futuro marco será imperativo mantener una política monetaria y financiera-fiscal que se orienten a la consolidación de la estabilidad, a la vez de crear las condiciones para que tome lugar el crecimiento económico.
2. Considerando que gran parte de la deuda interna de Nicaragua proviene del costo de resolución de los problemas en el sistema bancario, se estima conveniente que se continúen tomando acciones tendentes a sanear el sistema financiero, así como a minimizar o eliminar la participación del banco central en futuros salvamentos bancarios.
3. Es importante continuar con la renegociación de los CENIS a plazos más largos y costos más bajos. . En este sentido, se considera que las administradoras de Fondos de Pensión que empezarán a operar pronto podrían ser una muy buena opción.
4. Complementariamente, para la deuda del Banco Central puede ser conveniente iniciar un proceso de traslado de la misma al sector público, para lo cual habría que evaluar la posibilidad.

Bibliografía

Acevedo, Carlos (2001). *¿Es sostenible la política fiscal en El Salvador?*. DEES-FUSADES.

Alesina, Alberto y Silvia Ardagna (1998). *Fiscal Adjustments. Why they can be expansionary*. Economic Policy. CEPR, CES, MSH.

Arias, Luis A.; Elmer Cuba, Raúl Salazar (1997). *La Sostenibilidad de la Política Fiscal en el Perú: 1970-2005*. WP/R-316, BID-Macroconsult, S.A.

Asociación Internacional de Desarrollo y Fondo Monetario Internacional (2001). *The Challenge of Maintaining Long-Term External Debt Sustainability*. WB y FMI.

Barnett, Steven (2000). *Evidence on the Fiscal and Macroeconomic Impact of Privatization*. Fiscal Affairs Department. IMF WP/00/130. Washington D.C.

Barnhill, Theodore, Kopits George (2003) *Assessing Fiscal Sustainability Under Uncertainty*. Fiscal Affairs Department. IMF WP/03/79

Blanchard, Olivier Jean (1990). *Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators*. OECD Department of Economics and Statistics.

Blanchard, Olivier, J. C. Chouraqui, R. P. Hagemann y N. Sartor (1990). *The sustainability of fiscal policy: new answers to an old question*. OECD Economic Studies No. 15, Otoño.

Buiter, William, H., (1985) “A Guide to Public Sector Debt and Deficits”, Economic Policy

Buiter, William H. (2001). *Notes on “A code for Fiscal Stability”*. Oxford Economic Papers, Vol. 53, No 1, pp.1-19, Enero.

Cardemil, Leonardo, J. C. Di Tata y F. Frantischek (2000). *Central America: Adjustment and Reforms in the 1990s*. Finance & Development. Marzo, Volumen 37 Número 1. FMI.

CEPAL (2001). *Balance preliminar de las economías de América Latina y El Caribe*. Santiago de Chile.

Consejo Monetario Centroamericano, Secretaría Ejecutiva (2002). *Informe Económico Regional 2002*. San José, Costa Rica.

Consejo Monetario Centroamericano, Secretaría Ejecutiva (2002), *La Sostenibilidad Fiscal en Centroamérica*. San José, Costa Rica.

Davis, Jeffrey, Rolando Ossowski, Thomas Richardson y Steven Barnett (2000). *Fiscal and Macroeconomic Impact of Privatization*. Occasional Paper 194. IMF. Washington, D.C.

Easterly, William y David Yuravlivker (2000). *Treasures or Time Bombs? Evaluating Government Net Worth in Colombia and Venezuela*. World Bank. Washington, D.C.

Fondo Monetario Internacional. *Government Finance Statistics Yearbook*. 1991, 1997 y 2001.

Horne, Jocelyn (1991). *Indicadores de la sostenibilidad fiscal*. Departamento de Finanzas Públicas, IMF. WP/91/5.

Mackenzie, G. A., Philip Gerson, Alfredo Cuevas y Meter S. Séller (2001). *Pension Reform and the Fiscal Policy Stance*. Fiscal Affairs and Western Hemisphere Departments. IMF WP/01/214. Washington D.C.

Papadopoulos, Athanasios P. y Moïse G. Sidiropoulos (1999). *The Sustainability of Fiscal Policies in the European Union*. International Advances in Economic Research. Vol. 5, No. 3.

Talvi, Ernesto y Carlos A. Végh (1998). *Fiscal Policy Sustainability: A Basic Framework*.

Tanner, Evan y Alberto M. Ramos (2002). *Fiscal Sustainability and Monetary versus Fiscal Dominance: Evidence of Brazil, 1991-2000*. IMF Institute and Western Hemisphere Department. IMF WP/02/5. Washington D.C.

Tanzi, Vito y Howell Zee (2001). *Tax Policy for Developing Countries*. Economic Issues No. 27. IMF.

Santaella, Julio A. (2000). *La viabilidad de la Política Fiscal en México*. ITAM.