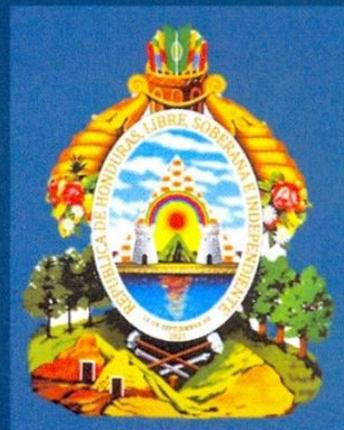




Estrategia de Deuda de



Mediano Plazo 2019-2023

Dirección General de Crédito
Público (DGCP)



Departamento de Estrategia y Evaluación del Riesgo de la Deuda Pública


VoBo. Lilliam Rivera Ochoa

Subsecretaria de Crédito e Inversión Pública



Septiembre, 2019



Contenido

1. Resumen Ejecutivo	3
2. Introducción	6
3. Marco Legal y Objetivo de Gestión de Deuda	6
4. Estrategia de Deuda Pública de Mediano Plazo (EDMP)	8
5. Cartera de deuda existente y análisis de costo y riesgo del SPNF	9
5.1. Deuda Externa del Sector Público No Financiero	12
5.2. Deuda Interna del SPNF	15
6. Supuestos para la EDMP	17
6.1. Proyecciones fiscales y macroeconómicas	17
6.2. Análisis de posibles fuentes de financiamiento	19
6.2.1. Externo	19
6.2.2. Interno	21
7. Descripción de las Estrategias Analizadas	23
7.1. Estrategia 1 (Escenario Base)	24
7.2. Estrategia 2 (Deuda externa con más financiamiento con tasa variable y deudámenes concesional)	25
7.3. Estrategia 3 (Colocación de Bonos Soberanos y deuda externa a condiciones menos concesionales)	26
7.4. Estrategia 4 (financiamiento interno neto de L4,000.0 mm anuales y mayor financiamiento externo en tasas variables)	27
8. Análisis de costo y riesgo de las estrategias analizadas	28
8.1. Indicadores de costo	28
8.2. Indicadores de riesgo	29
8.2.1. Riesgo de refinanciamiento	29
8.2.2. Riesgo de tasa de interés	31
8.2.3. Resultados del análisis de costo y riesgo	32
9. Estrategia propuesta	35

1. Resumen Ejecutivo

La presente Estrategia de Deuda de Mediano Plazo 2019-2020 tiene una cobertura que abarca la deuda pública (externa e interna) del sector público no financiero (SPNF). Está diseñada como instrumento para alcanzar los objetivos en costo y riesgo para la cartera de deuda y, a la vez, contribuir al desarrollo del mercado interno de deuda. De igual manera, busca contribuir al equilibrio macroeconómico y a la sostenibilidad de la deuda a través de la formulación y ejecución de una estrategia congruente con la situación financiera del país y las fuentes de financiamiento disponibles para Honduras.

A fines de 2018, el saldo de la deuda pública total del SPNF alcanzó un monto de US\$ 10.447 millones, mostrando un incremento de 6.7% en relación a 2017 manteniéndose en la media de crecimiento de los últimos años, lo que refleja la decisión de las autoridades de mantener una disciplina fiscal y fortalecer la gestión de la deuda pública. Mientras tanto la relación deuda sobre PIB se ubicó en 44.4% mayor en 1.7 pp respecto al cierre de 2017. La deuda externa representa el 69.8% del total de la cartera de deuda pública mientras que el restante 30.1% le corresponde al financiamiento interno. Por otro lado, la deuda externa del SPNF se situó en US\$7,296 millones, lo que representó un incremento del 3.9% respecto a la de fines del año 2017 (US\$7,023 millones) incremento explicado por los desembolsos recibidos para el financiamiento de programas y proyectos que son financiados con fondos externos.

La deuda pública interna del SPNF a fines de 2018 alcanzó US\$3,151 millones, incrementándose en 13.6% respecto al año 2017. En los últimos años, este tipo de financiamiento fue el más activo, en línea con el desarrollo del mercado monetario y financiero, el financiamiento del presupuesto del Gobierno, gastos relacionados con algunas empresas públicas y el refinanciamiento de esta deuda

El contexto macroeconómico actual, que se utiliza en este ejercicio muestra el buen desempeño de la economía hondureña en los últimos tres años. Durante este periodo, el crecimiento económico se dinamizó y se redujeron sustancialmente los desequilibrios macroeconómicos. Asimismo, revela que factores internos y externos fueron determinantes de estos resultados, por lo que es importante analizar en perspectiva estos elementos como insumo para las proyecciones macroeconómicas. En concreto, se asume que el crecimiento en 2018-2019 se estiman tasas de crecimiento entre 3.0% - 3.7%, impulsado por las actividades de intermediación financiera, comunicaciones, industria y agropecuario. Por el lado del gasto, el crecimiento del producto estaría impulsado por el dinamismo del consumo y la inversión apoyados por los favorables términos de intercambio, el crecimiento de los socios comerciales y fuertes flujos de capitales que reflejan la confianza del sector privado y el resultado de una adecuada combinación de políticas.

Para el nuevo financiamiento externo utilizado en las estrategias, se consideran las actuales políticas de financiamiento y asignación de recursos que tienen los principales organismos multilaterales. Además, el Gobierno continúa trabajando para lograr el alineamiento del financiamiento externo con las estrategias, proyectos y programas priorizados por el Gobierno,



así como para garantizar que los nuevos acuerdos de financiamiento cumplan con los niveles mínimos de concesionalidad tal y como se especifica en la legislación actual.

En el ejercicio, se ha observado una disminución del financiamiento externo en condiciones concesionales, por tanto, para acceder a mayores recursos se debería analizar la posibilidad de seguir con la flexibilización en cuanto al el límite de concesionalidad mínima aceptable. Este nuevo tipo de endeudamiento implicaría mayores costos y riesgos para la cartera de deuda pública, pero es un paso para seguir consolidando al país en el mercado de capitales, lo que desembocara en mayores flujos de recursos para lograr un crecimiento económico robusto y sostenido en el tiempo

La SEFIN continua su política de desarrollo del mercado doméstico (primario), a fin de disminuir gradualmente la dependencia del financiamiento externo, se favorecerá la emisión de bonos a plazos de 3, 5, 7 y 10 y 15 años, con el fin de crear bonos de referencia (benchmark) en la curva de rendimientos y en coordinación con las emisiones del Banco Central de Honduras que por su naturaleza se concentran en el corto plazo. El lanzamiento de este tipo de instrumentos de mercado en series estandarizadas ha propiciado una mejoría en el perfil de vencimientos de la cartera de deuda interna, lo que a su vez ha propiciado la emisión de instrumentos líquidos mejorando la curva de rendimiento.

El ejercicio de estrategia de financiamiento de mediano plazo, utiliza como base la Herramienta Analítica diseñada por las Instituciones de Bretton Woods (Banco Mundial y FMI) y analiza cuatro opciones de estrategias de nuevo financiamiento externo e interno para cubrir las necesidades de financiamiento del Sector Público No Financiero, evaluando su desempeño en términos de costo y riesgo. Este análisis previo, sirve para poder seleccionar la estrategia más adecuada para Honduras. Las estrategias del nuevo financiamiento posibles y analizadas en este ejercicio son detalladas a continuación:

El análisis de las estrategias de financiamiento para el período 2019-2023. ha considerado diferentes opciones de deuda del SPNF, incorporando las necesidades de financiamiento del Gobierno de la República de Honduras. Los principales resultados de costo y riesgo son los siguientes:

Cuadro RE1: Indicadores de Costo y Riesgo

INDICADORES DE RIESGO	2019	Finales de 2023
-----------------------	------	-----------------

	Actual	Estrategia 1	Estrategia 2	Estrategia 3	Estrategia 4	
Deuda Nominal (% PIB)	45.0	51.5	51.6	51.7	51.6	
Valor Presente de Deuda (% PIB)	42.2	47.9	48.5	48.4	48.4	
Pago de Interés (% PIB)	2.6	3.0	3.0	2.8	2.9	
Tasa de Interés Implícita (%)	5.9	6.4	6.5	6.0	6.1	
Riesgo de Refinanciamiento	Deuda a vencer en un año (% del Total)	4.4	5.7	5.7	5.3	6.5
	Deuda a vencer en un año (% del PIB)	2.0	2.9	2.9	2.8	3.4
	TPV Deuda Externa (años)	10.7	10.5	10.0	9.7	9.8
	TPV Deuda Interna (años)	4.9	5.9	6.0	5.3	5.2
	TPV Deuda Total (años)	8.9	9.1	8.8	9.0	8.9
Riesgo de Tasa de Interés	Tiempo Promedio de Refijación (TPR) (años)	7.8	7.0	6.6	6.9	7.0
	Deuda a Refijar en 1 año (% de la deuda total)	21.4	32.5	34.4	31.2	31.4
	Deuda a Tasa Fija (% de la deuda total)	74.0	71.9	70.0	72.9	73.9
Riesgo de Tipo de Cambio	Deuda en moneda extranjera (% del total)	78.0	66.3	66.1	80.5	76.8
	Deuda Externa de corto plazo como % reservas	2.7	9.2	9.3	9.3	9.3

En base al análisis y resultados obtenidos del ejercicio y de acuerdo a los objetivos de costo y riesgo seleccionados (ver cuadro 18), se ha optado por recomendar la Estrategia 1. Esta estrategia asume la continuidad de las políticas actuales de endeudamiento, ya que esta estrategia tiene un balance adecuado entre costo y riesgo. Si bien presenta un costo levemente superior en cuanto a pago de costos financieros que las otras tres estrategias planteadas producto de mayor contratación a tasa fija pero a su vez disminuyendo el riesgo de volatilidad de tasa de interés, por otro lado la Estrategia 1 se sitúa como la menos riesgosa y la que arroja la menor relación deuda PIB tanto en términos nominales como en valor presente. De igual manera presenta menores riesgos de tasa de interés (utilización de mayor deuda a tasa fija y deuda en Lempiras) y tipo de cambio que las otras tres estrategias.

Cuadro RE2. Lineamientos de costo y riesgo para la Estrategia de Endeudamiento 2019-2023

	2019	2023
	Observado	Objetivo
Deuda nominal/PIB	45%	50-55%
Valor Actual Deuda/PIB	42.2%	45-50%
Servicio de deuda pública total/Ingresos Fiscales	16.4%	10-15%
Vida promedio de la cartera (años)	8.9	7.0-10.0
Composición de moneda (% moneda nacional)	22%	≥35%
Composición de tasa de interés (% tasa fija)	74%	≥65%
Vencimiento como % de la cartera		
< 1 año	4.4%	8-10%
< 3 años	20.3%	20-25%



2. Introducción

La presente Estrategia de Deuda de Mediano Plazo tiene como propósito contribuir al equilibrio macroeconómico y a la sostenibilidad de la deuda pública a través de la formulación de una estrategia congruente con la situación financiera del país. Se ha utilizado las herramientas de Análisis de Sostenibilidad de la Deuda y Estrategia de Deuda de Mediano Plazo (MTDS, por sus siglas en inglés). El período de la Estrategia, 2019-2020, se ha establecido en línea con la Política de Endeudamiento Público (PEP) aprobada para este mismo período.

Se modelaron cuatro estrategias de financiamiento en las cuales se asumen diferentes supuestos en términos de combinación de instrumentos de financiamiento interno y externo dando como resultado distintas combinaciones de costo y riesgo, en función de las condiciones del financiamiento respecto al plazo de vencimiento, tasa de interés y moneda de contratación de la deuda pública de la Administración Central. Estas estrategias parten de una base de proyecciones macroeconómicas de los sectores fiscal, real y externo, de acuerdo a lo establecido en el Programa Monetario 2019-2020, así como proyecciones oficiales al año 2019 y el Marco Macrofiscal de Mediano Plazo (MMMP).

3. Marco Legal y Objetivo de Gestión de Deuda



El Endeudamiento Público se rige por la Constitución de la República (Decreto No.131-1982), la Ley Orgánica del Presupuesto (LOP; Decreto No.83-2004), el Reglamento de Ejecución General de la LOP (Acuerdo No.0419 de 2005), las Normas Técnicas del Subsistema de Crédito Público (NTSCP), las Normas de Ejecución Presupuestaria vigente para cada año fiscal y por disposiciones legales que aprueben operaciones específicas.

De conformidad con la Constitución de la República, Artículo 245, Numeral 19, el Poder Ejecutivo es responsable por la administración de la Hacienda Pública. El Artículo 4 de la LOP establece que la Secretaría de Estado en el Despacho de Finanzas ejercerá la rectoría del Sistema de Administración Financiera del Sector Público y la coordinación de cada subsistema estará a cargo de la dependencia de dicha Secretaría de Estado. El Artículo 84 establece que la Dirección General de Crédito Público es el Órgano Técnico Coordinador del Subsistema de Crédito Público. Las NTSCP en su Artículo 15, establece que la Estrategia de Endeudamiento Público es responsabilidad de la DGCP, la cual tomará como marco de referencia los requerimientos financieros del Estado y la Política de Endeudamiento Público concordantes con la política fiscal y monetaria. En el Artículo 64 de la LOP establece que el objeto del Subsistema de Crédito Público será la gestión de recursos financieros internos y externos con carácter reembolsable, dentro de la capacidad del Estado para endeudarse, para realizar inversiones productivas o para atender otros asuntos de interés nacional. En este marco, el objetivo de gestión de deuda es garantizar que las necesidades de financiamiento del Gobierno se atiendan de manera oportuna y efectiva, con una combinación adecuada de costo y riesgo, apoyando el desarrollo y funcionamiento de los mercados financieros internos.

En el marco de la reglamentación vigente, el objetivo principal de la Estrategia de Gestión de Endeudamiento Público es determinar la mejor estructura de financiamiento posible, considerando las preferencias públicas relativas a la combinación de costo/riesgo, en el marco de la Política de Endeudamiento del Sector Público No Financiero (SPNF) y preservando la coherencia con las políticas fiscal y monetaria.

Bajo dicha premisa se buscará alcanzar los siguientes objetivos específicos de gestión de deuda:

- a) Minimizar el costo de la Deuda Pública: Se deberán contratar bajo las mejores condiciones financieras disponibles según las prioridades de Programas y Proyectos y las necesidades de caja para todo el endeudamiento público.
- b) Mitigar/minimizar Riesgos de la Cartera: Identificar los riesgos inherentes al portafolio de deuda y establecer alternativas que permitan disminuir la exposición a los diferentes tipos de riesgos financieros.
- c) Desarrollo del Mercado Doméstico de Capitales: La SEFIN establecerá las bases necesarias para fortalecer el desarrollo del mercado interno a través del desarrollo de una curva de rendimientos que sirva como referencia para el mercado de valores y la implementación de mecanismos de mercado transparentes para la negociación de títulos estandarizados.
- d) Fortalecimiento de la coordinación interinstitucional: Mejorar la coordinación entre los diferentes agentes económicos a cargo de la política fiscal, monetaria y financiera del Estado a fin de lograr una gestión económica eficaz y coherente.

4. Estrategia de Deuda Pública de Mediano Plazo (EDMP)

La presente Estrategia de Deuda de Mediano Plazo 2019-2020 tiene una cobertura que abarca toda la deuda pública, externa e interna, del Sector Público no Financiero (SPNF). Está diseñada como instrumento para alcanzar los objetivos en costo y riesgo para la cartera de deuda y, a la vez, contribuir al desarrollo del mercado interno de valores. De una misma forma, la estrategia busca contribuir al equilibrio macroeconómico y a la sostenibilidad de la deuda a través de la formulación y ejecución de una estrategia congruente con la situación financiera del país y las fuentes de financiamiento disponibles para Honduras.

Esta Estrategia de Endeudamiento Público se actualiza anualmente, con el propósito de proveer una visión clara sobre el accionar del país en materia de deuda pública del SPNF, tomando en consideración un análisis de riesgo de la cartera de su deuda y las fuentes de financiamiento más apropiadas para el cierre de la brecha fiscal y los objetivos de costo y riesgo.

Una vez realizado el análisis correspondiente y las simulaciones de distintas estrategias de financiamiento en la herramienta EDMP, se determinaron los siguientes objetivos de costo y riesgo en el mediano plazo:

Cuadro No. 1: Lineamientos objetivos de la Estrategia de Deuda del SPNF de Mediano Plazo 2019-2023

	2019	2023
	Observado	Objetivo
Deuda nominal/PIB	45%	50-55%
Valor Actual Deuda/PIB	42.2%	45-50%
Servicio de deuda pública total/ Ingresos Fiscales	16.4%	10-15%
Vida promedio de la cartera (años)	8.9	7.0-10.0
Composición de moneda (% moneda nacional)	22%	≥35%
Composición de tasa de interés (% tasa fija)	74%	≥65%
Vencimiento como % de la cartera		
< 1 año	4.4%	8-10%
< 3 años	20.3%	20-25%

Asimismo, en esta Estrategia se establecieron aspectos que deben tomarse en cuenta para el cumplimiento de los objetivos de gestión de deuda en el mediano plazo:

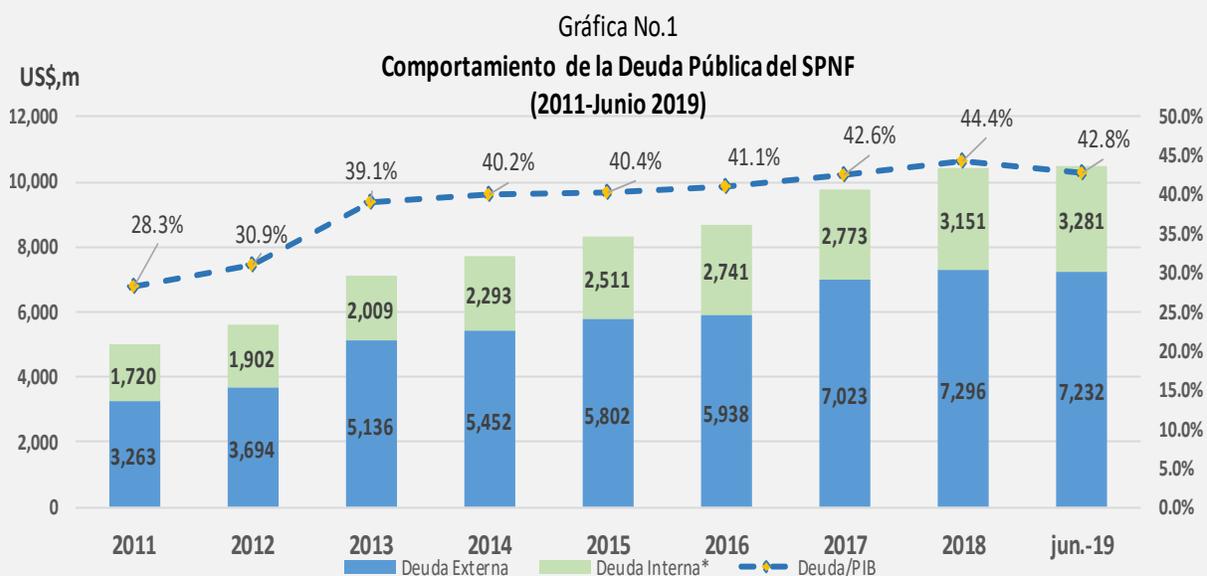
- La consolidación fiscal que es determinante para la gestión de la deuda del SPNF
- La importancia que los participantes del mercado interno y externo de bonos perciban riesgos mínimos de solvencia.
- Mejorar de la profundidad, liquidez y confianza en el mercado interno de valores gubernamentales.
- Mantener la vida promedio de la deuda interna.
- Mejorar la liquidez de cada punto de la Curva de Rendimientos.
- Priorizar las contrataciones de deuda externa en términos concesionales que financien Proyectos y Programas prioritarios para el país, o ayuden a cerrar la brecha financiera,

a la vez que se toma conciencia de la eventual reducción en el flujo de este tipo de préstamos.

- Evitar la concentración de vencimientos.
- Continuar con una exposición reducida al riesgo de tasa de interés.
- Priorizar el financiamiento externo en dólares estadounidenses y, en caso del financiamiento interno, en moneda nacional.
- Mantener políticas de apoyo al desarrollo del mercado interno primario y secundario.

5. Cartera de deuda existente y análisis de costo y riesgo del SPNF

A junio de 2019, el saldo de la deuda pública total del SPNF alcanzó un monto de US\$10,512.6 millones, mostrando un incremento de 0.63% en relación al cierre de 2018, producto de las colocaciones de deuda interna y desembolsos externos del periodo de análisis. Mientras tanto la relación deuda sobre PIB se ubicó en 42.8% menor 16 pp respecto al cierre de 2018. La deuda externa representa el 68.8% del total y la deuda interna el restante 31.2%(Gráfico No.1).



A Junio 2019, el 74% del saldo de la deuda pública del SPNF se encuentra contratado a tasa de interés fija y el restante 26% a tasa variable (Gráfico No.2). Por otra parte, el incremento de la participación de la deuda pública interna de los últimos años ha favorecido a la disminución del riesgo de tipo de cambio de la deuda pública total. En efecto, casi un cuarto de la deuda pública total del SPNF (22.0%) se encuentra denominada en moneda nacional (Gráfico No.3) y el restante (78.0%) en diferentes monedas extranjeras.

Gráfico No.2
Composición del SPNF por Categoría de Interés
a Junio de 2019

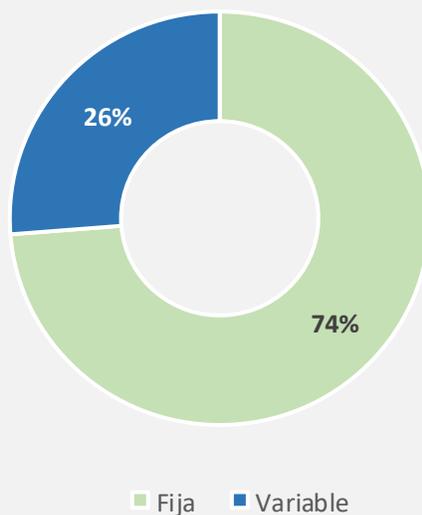
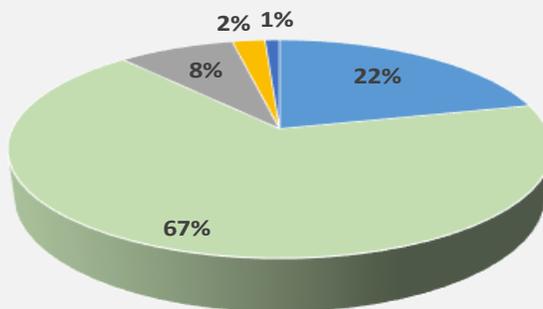
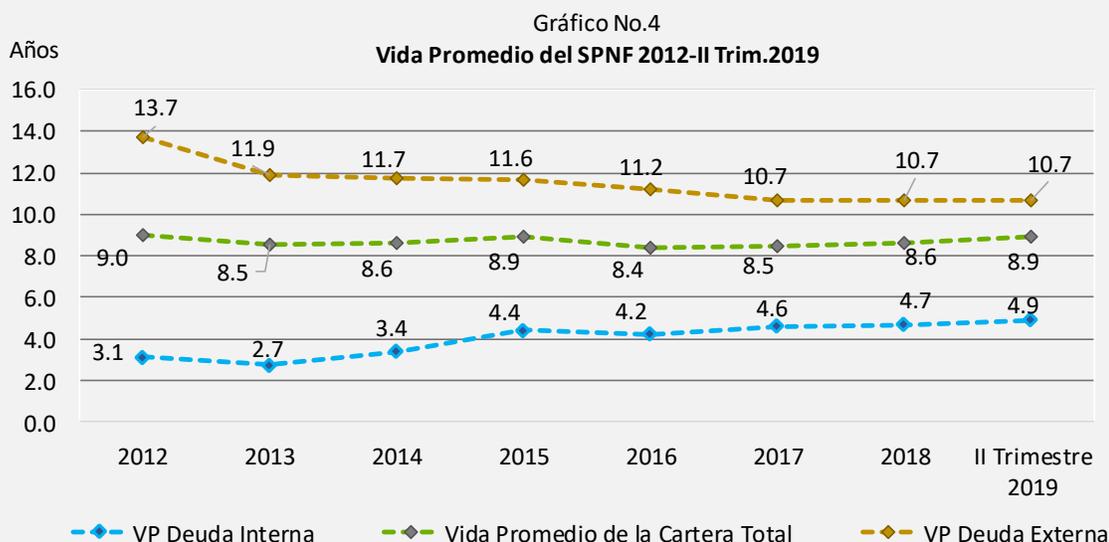


Gráfico No.3
Composición del SPNF por Moneda
a Junio de 2019

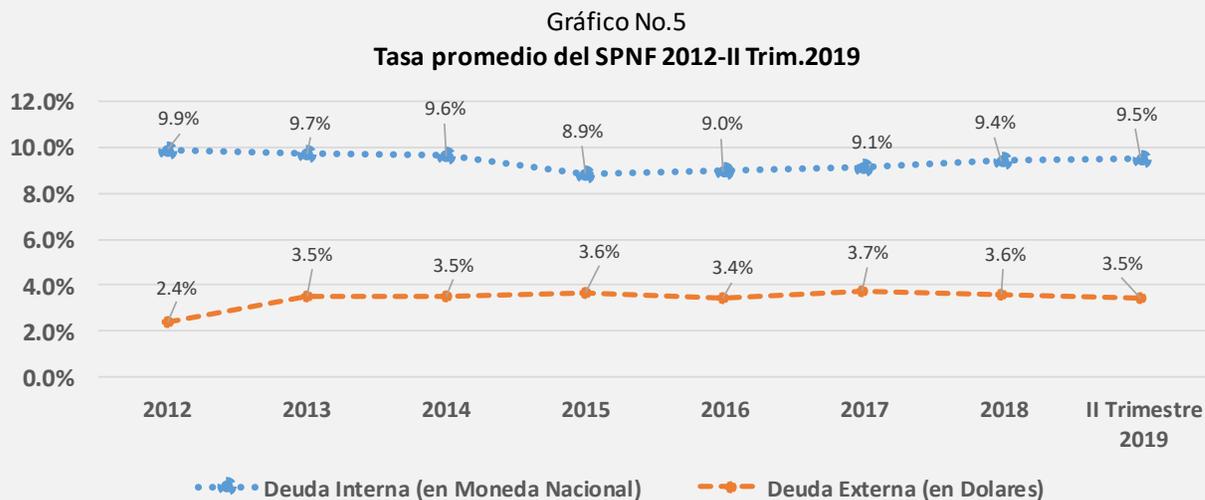


■ Moneda Nacional ■ Dólares de los Estados Unidos ■ Derechos Especiales de Giro ■ Euros ■ Otras Monedas

A junio de 2019 el indicador de la vida promedio para la deuda total del SPNF alcanzó 8 años 9 meses, lo que representó un aumento de 3 meses respecto a la vida promedio registrada en el año 2018. Lo anterior se explica por un aumento en la colocación de los instrumentos de largo plazo de la deuda interna durante el año 2018, lo que propició un incremento en la vida promedio de ésta (Gráfico No.4).



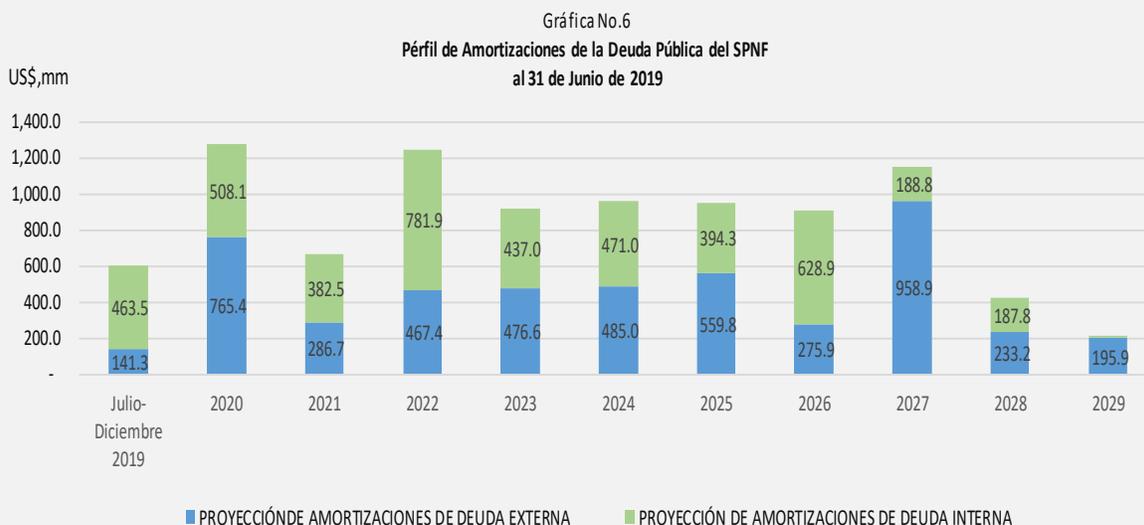
Adicionalmente el desarrollo del sistema financiero nacional y la orientación expansiva de la política monetaria favorecieron a mayores niveles de liquidez y por tanto a la disminución de la tasa de interés interna, acentuando la tendencia decreciente observada a partir de 2012, en contraste con las alzas sucesivas de años previos; sin embargo, la tasa promedio de interés de la deuda pública externa experimentó una leve caída debido a la obtención de recursos en condiciones menos concesionales (Gráfico No.5).



En lo que se refiere al servicio de la deuda existente, se debe mencionar que el año 2020 existen importantes amortizaciones, principalmente por el vencimiento del Bono Soberano Honduras 8 ¾ 16/12/2013 y de montos significativos de deuda interna (Ver Gráfico No. 6). Por tanto, es importante realizar las gestiones necesarias para minimizar su impacto en el presupuesto, tales

como gestión de pasivos y/u otras políticas para no incrementar vencimientos de ese año, por ejemplo limitar la emisión de instrumentos de deuda interna de corto plazo.

Por metodología la deuda interna del SPNF generalmente es inferior a la deuda reportada por la Administración Central, esto por la el neto del saldo de las obligaciones intergubernamentales (entre instituciones de gobierno, institutos de pensión y empresas públicas). Por el contrario, la deuda externa del SPNF es mayor que la de la Administración Central en vista de que se incluye la deuda externa de las empresas públicas.



**Cuadro No. 2: Saldo de Deuda Pública del Administración Central
 Junio 2019**

Saldo de la Deuda Pública del Administración Central en US\$ millones			
A junio de 2019			
Descripción	Monto	Deuda/PIB	% Total
Deuda Externa	6,955.5	28.3%	59.9%
Deuda Interna	4,651.2	18.9%	40.1%
Total	11,606.8	47.2%	100.0%

Fuente: SIGADE

5.1. Deuda Externa del Sector Público No Financiero

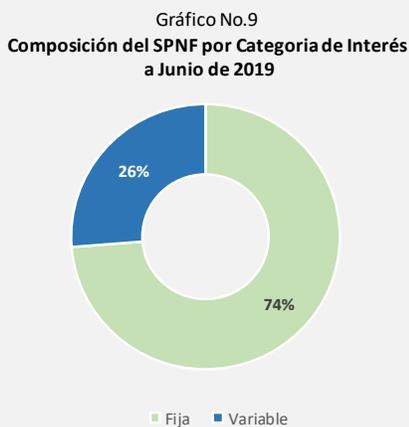
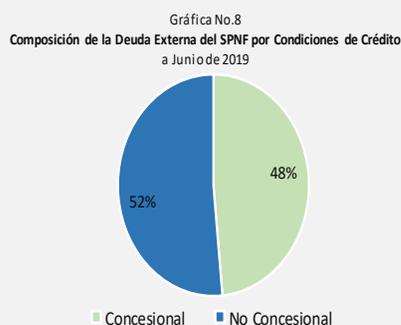
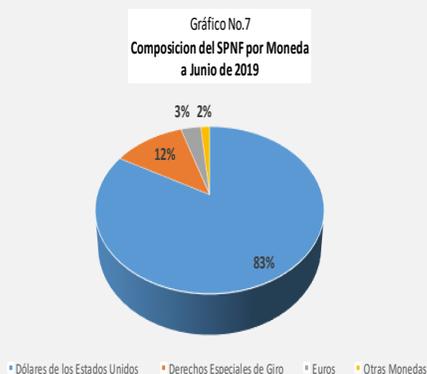
A junio de 2019, la deuda externa del SPNF se situó en US\$7,232.3 millones, lo que representó un decrecimiento del 0.83 % respecto al de fines del año 2018 (US\$7,292 millones). La deuda con organismos multilaterales representa el 60.8% del total. Los principales acreedores son el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Banco Mundial (BM) y el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE), mientras que tenedores de bonos soberanos representan un 24% del total, la diferencia del 9% corresponde a acreedores bilaterales (Cuadro No. 3)

Cuadro 3: Deuda Externa por Acreedor

Saldo de Deuda Externa del Sector Público No Financiero (SPNF)
 Al 31 de Junio de 2019 Expresado en millones de US\$

GRAN TOTAL	7,232.29
BANCO COMERCIAL U OTRA INSTITUCIÓN FINANCIERA	546.85
Indust.Com.Bank China	251.52
BEI	73.45
UniCredit Austria AG	64.92
MEGA Bank	51.59
BNDES	49.49
ING BANK N.V	18.31
Credit Suisse AG	12.50
Land Bank of Taiwan	12.22
CITIBANK, N.A.	7.10
KBC Bank	4.42
Bank of America USA	0.95
American Expr. Intl	0.30
Deutsch-Suddam Bank	0.08
BILATERAL	584.95
Exim Bank China.	150.00
I.C.O	93.95
PDVSA	72.12
Cassa Depositari (Artigiancassa)	70.39
Export Bank Korea	61.99
KFAED	43.80
KFW	35.75
BANDES	24.75
EXIM Bank India	22.76
ICDF	5.56
Swiss Export Risk	1.92
JICA	1.73
BNP	0.23
MULTILATERAL	4,399.01
BID	2,223.59
BCIE	1,099.83
IDA	920.78
FIDA	72.82
OPEC/OFID	49.82
N.D.F	32.16
PROVEEDOR	1.48
Laboratorios Bagó	1.48
TENEDORES DE BONOS	1,700.00
Bonos Soberanos	1,700.00

Por otra parte, el 52% de la deuda externa está contratada en términos concesionales; sin embargo, por el desarrollo económico reciente, el Gobierno de Honduras tiene cada vez menos acceso a este tipo de financiamiento. Es de destacar que el 74% de la deuda externa se encuentra contratada a tasas de interés fijas lo cual limita la exposición de la cartera a las fluctuaciones en las tasas de interés de referencia internacionales. Por otra parte, el 83% de la deuda pública externa del SPNF está denominada en dólares estadounidenses, el 12% en Derechos Especiales de Giro (DEG) y el 3% en euros, lo que significa que el principal riesgo de tipo de cambio de la deuda externa estaría asociada a la moneda norteamericana (Gráfico No.7), Concesionalidad de Créditos (Gráfico No.8) y categoría de interés (Gráfico No.9)



El servicio de la deuda pública externa a Junio de 2019 se situó en US\$273.6 millones desglosado en US\$133.5 millones para pago de capital y US\$140.1 millones para pago de intereses y comisiones. (Cuadro No.4).

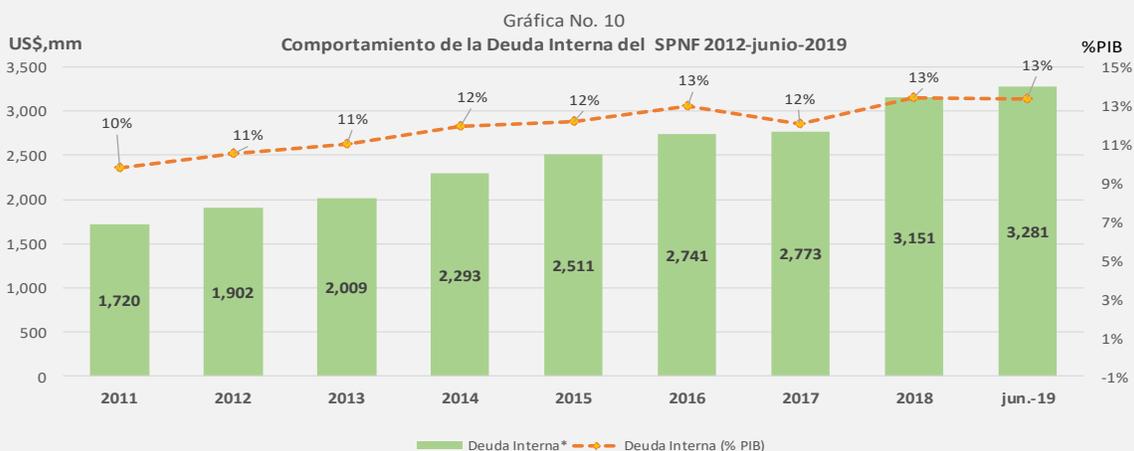
Cuadro No.4 Servicio de la Deuda Externa del SPNF en US\$ millones

Descripción	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	jun-19
PRINCIPAL, GRAN TOTAL	67.0	66.2	95.2	118.9	167.9	200.2	233.1	133.5
INTERESES/COMISIONES	73.1	111.1	180.6	192.6	209.5	239.9	274.1	140.1
TOTAL	140.1	177.3	275.8	311.5	377.4	440.0	507.2	273.6

Fuente:SIGADE

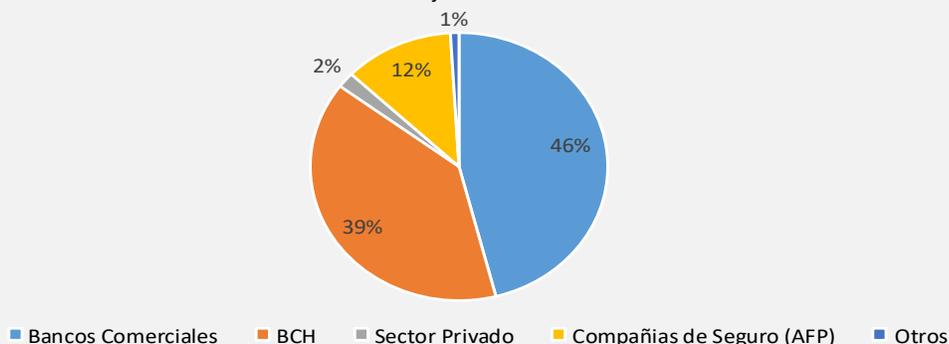
5.2 Deuda Interna del SPNF

La deuda pública interna del SPNF a mediados de 2019 alcanzó US\$3,281 millones, incrementándose en 4.1% respecto al cierre de 2018 (Gráfico No.10). En los últimos años, el financiamiento interno se ha venido convirtiendo en una fuente muy importante para el fondeo del presupuesto, esto en línea con el desarrollo del mercado monetario y financiero, el financiamiento del presupuesto del Gobierno, gastos relacionados con algunas empresas públicas y el refinanciamiento de esta deuda.



En términos del PIB, la deuda interna alcanza a 13.3% (13.4% en 2018) mostrando una baja exposición a riesgos de tipo de cambio y de tasa de interés (riesgos de mercado), dado que se encuentra contratada mayoritariamente en moneda nacional y a tasas de interés fijas en su mayor proporción.

Gráfica No.11
Composición de la Deuda Interna del SPNF por Tenedor
 Al 31 de junio de 2019



Cuadro No.5: Esquema de Colocación del Endeudamiento Interno
Año 2018

Valores Acumulados al 31 de diciembre de 2018 en Millones de Lempiras						
Plazo de Colocación	Tipo de Tasa	Cupón	Último Rendimiento en Subasta	Meta al 31 de diciembre de 2018 / ¹	Monto	Porcentaje / ²
3 años	Fija	7.85%	7.85%	5% al 15%	646.0	3%
5 años	Fija	9.00%	9.00%	20% al 30%	3,945.7	20%
7 años	Fija	10.00%	10.00%	20% al 30%	5,172.8	27%
10 años	Fija	10.45%	10.45%	20% al 30%	3,134.6	16%
15 años	Fija	11.00%	11.00%	10% al 25%	2,984.0	15%
6 años	Variable	IPC + 4.50%	8.98%	10% al 20%	182.0	9%
4 años	Variable		8.88%		189.0	
8 años	Variable		8.88%		189.0	
15 años	Variable		IPC + 4.60%		8.88%	
Total				100%	17,625.6³	91%

Nota 1: SEFIN se reserva el derecho de modificar los porcentajes ofertados.

Nota 2: Sobre un monto total deseado a colocar de L.17,731.4 millones según lo aprobado en el Presupuesto General de la República del 2018 más L.1,592.7 millones de Bonos Presupuestarios remanentes del 2017.

Nota 3: En el cuadro No se incluye el Monto de L.784.5 millones, ya que es un pago realizado a BCH según Convenio de Recapitalización.

Fuente: GV-DGCP/SEFIN

La implementación del esquema anteriormente indicado durante el 2018 permitió el logro de las siguientes metas:

- Mantener el indicador riesgo de tasa en 80/20 (fijo/variable).
- Mantener la vida promedio superior a 4 años.
- Mantener un perfil de vencimientos prudente.
- Desarrollar el mercado de valores (liquidez, profundidad, y transparencia).



6. Supuestos para la EDMP

6.1. Proyecciones fiscales y macroeconómicas

El contexto macroeconómico actual muestra el buen desempeño de la economía hondureña en los últimos dos años. Durante este período, el crecimiento económico se dinamizó y se redujeron sustancialmente los desequilibrios macroeconómicos. Asimismo, revela qué factores internos y externos fueron determinantes de estos resultados, por lo que es importante analizar en perspectiva estos elementos como insumo para las proyecciones macroeconómicas. En el entorno de la economía hondureña, se destacan diversas iniciativas con el fin de hacer más eficientes las políticas fiscal, monetaria y cambiaria.

En 2019-2020 se estiman tasas de crecimiento superiores al 3.5%, impulsado por las actividades de intermediación financiera, comunicaciones, industria y agropecuario. Por el lado del gasto, el crecimiento del producto estaría impulsado por el dinamismo del consumo y la inversión apoyados por los favorables términos de intercambio, el crecimiento de los socios comerciales y fuertes influjos de capitales que reflejan la confianza del sector privado y el resultado de una adecuada combinación de políticas.

Se proyecta que la inflación se mantenga controlada como resultado de una adecuada combinación de políticas. Las estimaciones indican un rango meta de $4.0\% \pm 1.0$ pp en 2019. En el mediano plazo, la inflación se estabilizaría en 5.0%, sustancialmente menor al promedio de 7.1% del período 2000-2014. El deflactor del PIB tendría un comportamiento parecido. Asimismo, la depreciación se estabilizaría en 5%.

Se espera que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos disminuya a 3.8% del PIB en 2019, en respuesta a los continuos ajustes fiscales, ganancias de términos de intercambio y mayores flujos de remesas. En general, el déficit en cuenta corriente es financiado con los flujos estimados de IED y los desembolsos externos netos, de modo que la cobertura de las reservas internacionales brutas continuaría creciendo estabilizándose en alrededor de 5 meses de importación, ratio acorde al objetivo propuesto en el programa monetario 2019-2020 (≥ 5.0 meses de importación).

Cuadro No.6: Honduras – Principales Resultados Marco Macroeconómico 2019-2020

Fuente: Banco Central y Secretaría de Estado en el Despacho de Finanzas de Honduras

Principales Resultados Marco Macroeconómico 2019-2020

Conceptos	Observado	Programa Monetario		Revisión Programa Monetario	
	2018	2019	2020	2019	2020
Inflación (Variación porcentual interanual del IPC)	4.22	4.0 ± 1.0 pp	4.0 ± 1.0 pp	4.0 ± 1.0 pp	4.0 ± 1.0 pp
PIB real (Variación porcentual interanual)	3.7	3.3 - 3.7	3.3 - 3.7	3.0 - 3.4	3.0 - 3.4
Exportaciones de Bienes (Variación porcentual interanual)	0.3	0.3	5.3	-0.8	3.3
Importaciones de Bienes (Variación porcentual interanual)	7.7	2.9	5.0	2.3	4.4
Déficit en Cuenta Corriente de la BOP (% del PIB)	4.2	3.8	3.7	3.8	3.8
Cobertura de Reservas Internacionales (meses de Importaciones de bienes y servicios)	5.19	≥ 5.0	≥ 5.0	≥ 5.0	≥ 5.0
Déficit de la Administración Central (% del PIB)	2.1	2.0	1.8	2.4	2.3
Déficit del Sector Público no Financiero (% del PIB)	0.9	0.9	0.4	0.9	0.8
Depósitos Totales en Otras Sociedades de Depósito (OSD) (Variación porcentual interanual)	7.4	8.0	8.1	7.8	7.9
Crédito de las OSD al Sector Privado (Variación porcentual interanual)	14.2	9.1	9.5	11.8	9.7

En este sentido, el desempeño fiscal que ha mejorado significativamente en los últimos años continuará en esa dirección. Se estima que el déficit de la Administración Central se situó en 2.4% del PIB para el 2019, incluso tendiente a reducirse ligeramente hasta llegar al nivel del 2.3% del PIB para el año 2020. Por su parte el déficit del SPNF sigue una tendencia similar, estabilizándose a partir de 2019 en aproximadamente 0.9% del PIB como señala la LRF, lo que a su vez conducirá a una transformarse en superávit fiscal en medio plazo.

Se pretende incrementar el gasto de infraestructura pública que incluye la red de transporte, logística incluyendo puertos y aeropuertos, sector eléctrico y telecomunicaciones. Esto permitirá elevar el crecimiento potencial de mediano plazo.

Para mejorar la transparencia y eficiencia del gasto en infraestructura se planea utilizar la herramienta recientemente desarrollada PIMA (Public Investment Management Framework) para fortalecer el proceso de evaluación, selección y aprobación de proyectos de inversión.

En síntesis, el desempeño previsto en el contexto interno es positivo, aunque existen algunos riesgos. Entre estos últimos se puede citar el impacto adverso en el sector agrícola más fuerte que el previsto a raíz del fenómeno meteorológico El Niño. Existen también riesgos de presiones por mayores gastos sociales, como la expansión de la cobertura más rápida que lo planeado bajo la Ley Marco de Protección Social recientemente promulgada; además de posibles desviaciones en la aplicación del plan para reducir las pérdidas de distribución de electricidad.

6.2. Análisis de posibles fuentes de financiamiento

6.2.1. Externo

Para el acceso a nuevos recursos de financiamiento externo se han considerado las actuales políticas de asignación de financiamiento que tienen algunos de los principales organismos multilaterales. Además, el Gobierno trabaja arduamente para lograr el alineamiento del financiamiento externo con las estrategias, proyectos y programas priorizados por el Gobierno, observando siempre que los nuevos acuerdos de financiamiento externo cumplan con los niveles mínimos de concesionalidad especificados en la legislación vigente.

En los años recientes la oferta y acceso a financiamiento externo concesional ha tenido una disminución, por tanto, los nuevos proyectos o programas que contenga el Plan de Inversión Pública deben seguir siendo priorizados a fin de hacer uso eficiente del financiamiento externo, también se debe considerar la flexibilización del límite de concesionalidad mínima requerida que permita mantener los niveles de inversión óptima para el país, asegurando siempre sostenibilidad de la deuda y teniendo en cuenta lo estipulado en la Ley de Responsabilidad Fiscal, Marco Macroeconómico de Mediano Plazo y Política de Endeudamiento Público. Este contexto de financiamiento externo menos concesional implica mayores costos y riesgos debido a que sus condiciones, estipulan períodos de reembolso y de gracia más cortos y tasas de interés que pueden aumentar la exposición de la cartera de deuda a las fluctuaciones en los tipos de interés, motivo por el cual la gestión de la deuda y su correspondiente normativa debe ir considerando la utilización de algunos instrumentos financieros que permitan la gestión del riesgo en el manejo de la deuda.

A continuación se describen los principales supuestos considerados para los acreedores externos:

- La Propuesta para la Asignación de Recursos Concesionales para el período 2019-2020, del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) alcanza un monto de hasta US\$ 381.6 millones de los cuales se brinda prioridad especial a el financiamiento de Proyectos de Inversión por un monto de hasta US\$139.7 millones (36.61% del total) y a las operaciones de apoyo presupuestario por un monto de hasta US\$114.5 millones (30.01% del total), de acuerdo a una composición consistente en 40% de Capital Ordinario Concesional los cuales se contratan a 40 años plazo y gracia, con una tasa de interés del 0.25% anual y 60% de Capital Ordinario Regular dichos recursos se contratan a 25 años plazo, 5.5 años gracia, con una tasa de interés ajustable del 3.25% anual . Se asume que para períodos posteriores el acceso a estos recursos girará alrededor de una asignación bajo estas condiciones.



El Banco Mundial por su parte y según información contemplada en la programación de asignación IDA 2019-2020, se estima contar para contrataciones de recursos externos un monto de hasta US\$420.00 millones, con un plazo de 30 años, con 5 años de gracia y una tasa constituida para el tercer trimestre por una comisión de servicio de 1.49% más una tasa de interés del 1.40%, siendo una tasa de interés total de 2.89%. Se asume que para periodos posteriores el acceso a estos recursos girará alrededor de una asignación bajo estas condiciones.

- Con el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) por su parte se está gestionando el financiamiento de varios Proyectos de Inversión por un monto de hasta US\$143.6 millones. Las condiciones financieras comprenden una tasa de interés variable de 2.90% más la tasa Libor a 6 meses con un plazo de 20 años y 5 años de gracia. Se asumen estas condiciones financieras para los próximos períodos.

- En cuanto al financiamiento con organismos bilaterales en 2019 se contrató con el Frankfurt am Main (KfW) recursos por un monto de hasta EUR6.00 millones, asimismo se tiene programada con el Exim Bank de China Taiwán la firma de un Acuerdo de Préstamo por un monto de hasta US\$300.00 millones para el “Fortalecimiento del Marco Macroeconómico y Fiscal de la República de Honduras”. Las condiciones financieras consisten en una tasa de interés de Libor a 6 meses más un margen de 1.0% con un plazo de 30 años y un período de gracia de 10.5 años.

6.2.2. Interno

Políticas para el Desarrollo del Mercado Doméstico:

La SEFIN continua su política de desarrollo del mercado doméstico (primario), a fin de disminuir gradualmente la dependencia del financiamiento externo, mediante la emisión de títulos estandarizados ofreciendo instrumentos de 3, 5, 7, 10 y 15 años a tasa fija e instrumentos de 10 años a tasa variable, realizándose mediante la colocación de subastas públicas con el propósito de fomentar la transparencia en la adjudicación de recursos. El lanzamiento de este tipo de instrumentos de mercado ha propiciado una mejoría en el perfil de vencimientos de la cartera de deuda interna, lo que a su vez ha propiciado la emisión de instrumentos líquidos y profundos mejorando la curva de rendimiento.

Asimismo, la SEFIN continúa realizando acciones con el fin de mejorar la transparencia en el mercado doméstico, a través del cumplimiento del calendario de subastas públicas competitivas, presentaciones bianuales a todos los inversionistas y reuniones regulares uno a uno con los inversionistas.

En términos de riesgo de mercado, la SEFIN continúa realizando su labor en la gestión de la deuda interna para seguir extendiendo su vida promedio mediante la emisión de instrumentos de mediano y largo plazo, al mismo tiempo que busca brindar liquidez a cada punto de la curva. Asimismo, se continúa con los instrumentos en moneda nacional y con tasa mayoritariamente a tasa de interés fija a fin de reducir la exposición al riesgo por tipo de cambio y de tasa de interés.

El entorno económico favorable y la experiencia de los últimos años permiten suponer factible el refinanciamiento de la cartera actual de títulos públicos. Por otra parte, también se estima viable una colocación de nuevos recursos entre L4,000 millones y L6,000 millones, sin incrementar las tasas de interés ni empeorar las condiciones financieras en términos de plazos y moneda e intentando extender el tiempo de vencimiento.

La SEFIN, reafirma su compromiso de conducir un manejo de endeudamiento público prudente, en concordancia con la política fiscal y monetaria y observando los siguientes puntos:

1. Atender las necesidades financieras del Estado mediante la obtención de financiamiento con la mejor relación costo/riesgo posible.
2. Gestionar un perfil de deuda pública manejable y velar por la sostenibilidad de la deuda pública.

3. Promover el desarrollo del mercado de capitales doméstico a fin de disminuir gradualmente la dependencia de financiamiento externo.

4. Impulsar una política de comunicación y transparencia y fomentar el uso de las mejores prácticas internacionales a fin de promover un clima de confianza.

Al primer semestre del 2019, el valor acumulado de endeudamiento interno colocado por la Administración Central ascendió a un monto nominal de L9,932.4 millones según se resume a continuación:

Cuadro No.7: COLOCACIONES DE VALORES GUBERNAMENTALES SEGÚN DESTINO
(Cifras en millones de Lempiras, valores acumulados al 30 de junio de 2019)

Detalle	Bonos Gobierno de Honduras (GDH)		Deuda Agraria		Total
	Remanentes del Presupuesto 2018	Presupuesto 2019	Decreto No.245-2011	Decreto No.70-1974	
Monto Autorizado	316.9	21,506.0	206.8	N.D.	22,029.7
Apoyo Presupuestario	-	4,646.5	-	-	4,646.5
Pago de Obligaciones	316.9	547.5	1.1	-	865.5
Total Colocado	316.9	5,194.0	1.1	0.0	5,512.0

El Decreto No.70-1974 no establece un límite al monto que podrá emitirse por expropiaciones históricas de deuda agraria. Fuente: Gestión de Valores -SEFIN

Metas de Colocación por Instrumentos:

A continuación se presenta las colocaciones realizadas con respecto a los plazos deseados en el Plan de Financiamiento y su ejecución según la demanda del mercado:

Cuadro No.8: PLAN DE FINANCIAMIENTO

Plazo de Colocación	Tipo de Tasa	Cupón	Último Rendimiento en Subasta	Meta al 2T2019	Valores Acumulados al Segundo Trimestre del 2018 en Millones de Lempiras	
					Monto	Porcentaje ¹
3 años	Fija	8.10%	8.1%	5% al 15%	L. 786.60	4%
5 años	Fija	9.10%	9.1%	20% al 26%	L. 1,360.60	6%
7 años	Fija	9.75%	9.8%	20% al 30%	L. 830.60	4%
10 años	Fija	10.40%	10.4%	20% al 30%	L. 1,545.60	7%
15 años	Fija	10.90%	10.9%	15% al 25%	L. 739.70	3%
10 años	Variable	IPC + 4.55%	8.7%	10% al 20%	L. 247.90	1%
Total				100%	L 5,511.0	25%

Nota 1: Porcentaje aplicable sobre el monto de L 22,029.7 millones deseado a colocarse según el Plan de Financiamiento 2019 (L21,506 mm de Bonos presupuestarios 2019 más L316 mm de bonos remanentes presupuestarios 2018). Fuente: Gestión de Valores -SEFIN

7. Descripción de las Estrategias Analizadas

El ejercicio de estrategia de financiamiento de mediano plazo, utiliza como base la Herramienta Analítica diseñada por las Instituciones de Bretton Woods (Banco Mundial y FMI) y analiza cuatro opciones de estrategias de nuevo financiamiento externo e interno para cubrir las necesidades de financiamiento del Sector Público No Financiero, evaluando su desempeño en términos de costo y riesgo. Este análisis previo, sirve para poder seleccionar la estrategia más adecuada para Honduras. Asimismo, se hace una breve descripción de los instrumentos seleccionados para las nuevas contrataciones de financiamiento.

Instrumentos Seleccionados

Actualmente se utilizan 15 tipos de instrumentos para la contratación de nuevos financiamientos. Para los financiamientos denominados en dólares tenemos:

1. IDA/FIDA: utiliza una tasa fija con amplio plazo de financiamiento (25 años) con 5 años de gracia.
2. Multi Fix Lconc: utiliza una tasa fija con 25 años de plazo y 7 años de gracia.
3. Multi Var Lconc: Utiliza una tasa variable con 17 años plazo y 4 años de gracia.
4. Multi Fix Conc: Este instrumento representa la opción con mayor concesionalidad, tasa de interés fija con 30 años plazo y 15 años de gracia. Este grupo incluiría los fondos concesionales del BID
5. Multi Var Conc: Tasa de interés variable con plazo de 25 años y 8 años de gracia.
6. Bila Fix: para los convenios bilaterales se encuentran los acreedores Austria, ING, JICA e Italia entre otros. La tasa de estos préstamos es fija con 40 años plazo y 10 años de gracia.
7. Bila Var: bajo la modalidad de bilaterales también se encuentra la opción de tasas variables a un plazo de 20 años y 10 años de gracia. Este grupo incluiría los fondos provenientes de Holanda
8. 10 year: este instrumento consiste en bonos de 10 años con tasa fija con un período de gracia de 9 años, haciendo un solo pago al vencimiento del instrumento.
9. Privados Var: tasas variables sin descuento, con 20 años plazo y 7 de gracia.

Para los financiamientos denominados en Lempiras existen instrumentos de deuda interna bonificada administrada por el Banco Central de Honduras, entre ellos se encuentran:

Para los instrumentos emitidos de entre 3 a 15 años la tasa fija sin descuento, con un único pago de capital al vencimiento e intereses pagaderos semestralmente, según los estándares centroamericanos de armonización de deuda.

Para los instrumentos de 10 años la tasa es variable indexada a la inflación, más un porcentaje fijo Los cupones son pagaderos semestralmente con un único pago de capital al vencimiento del bono.

Las estrategias del nuevo financiamiento posibles y analizadas en este ejercicio son detalladas a continuación:

Cuadro No.9: Descripción de las Estrategias de Endeudamiento para el Período 2019-2023

Porcentaje de Financiamiento 2019-2023					
		Estrategias			
		S1	S2	S3	S4
Nueva Contratación					
IDA/FIDA	Divisa EX	7%	7%	8%	9%
Multi_FIX_LCONC	Divisa EX	0%	0%	0%	0%
Multi_Var_LCONC	Divisa EX	7%	9%	10%	11%
Multi_FIX_CONC	Divisa EX	4%	3%	3%	3%
Multi_Var_CONC	Divisa EX	6%	4%	5%	5%
Bilat_FIX	Divisa EX	2%	0%	0%	0%
Bilat_VAR	Divisa EX	0%	2%	2%	2%
10Yr	Divisa EX	11%	11%	32%	35%
PRIVADOS VAR	Divisa EX	6%	6%	7%	7%
Exist_DOM	Lempiras	0%	0%	0%	0%
3yr DOM	Lempiras	6%	6%	3%	3%
5yr DOM	Lempiras	11%	11%	7%	5%
7yr DOM	Lempiras	14%	14%	8%	7%
10yr DOM	Lempiras	14%	14%	8%	7%
15yr DOM VAR	Lempiras	11%	11%	7%	5%
Financiamiento Externo		44%	44%	67%	73%
Financiamiento Interno		56%	56%	33%	27%
		100%	100%	100%	100%

A continuación se presenta el detalle de las cuatro estrategias consideradas:

7.1. Estrategia 1 (Escenario Base)

La Estrategia 1 está basada en las proyecciones de desembolsos de endeudamiento público en concordancia con la Política de Endeudamiento Público, Política Fiscal, Programa Monetario y el Cuadro Marco Macrofiscal del Gobierno para el año 2019. Esta estrategia mantiene la composición del portafolio de deuda con las actuales prácticas. Contempla un promedio para el período 2019-2023 de US\$810 millones anuales para los desembolsos brutos externos y Lps 21,219 millones anuales en promedio para el financiamiento interno neto. Con este financiamiento, los porcentajes de la deuda pública externa durante el período de análisis representarían un 44% de la nueva deuda total del SPNF y el restante 56% sería contratado bajo la modalidad de financiamiento interno. Dentro del endeudamiento externo se contempla

La emisión de un bono soberano en el año 2019, operación que serviría para realizar gestión de pasivos y para seguir apoyando los esfuerzos de recuperación de la empresa estatal de energía. El endeudamiento interno se realizará bajo 5 series estandarizadas de 3, 5, 7, 10 y 15

años a tasas de interés fijas, y el instrumento de 10 años contendrá un porcentaje de colocación a tasa de interés variable.

Deuda Externa

Para el período 2019-2023 se estiman desembolsos de la deuda pública externa del SPNF por un total de US\$4,052 millones. Este monto está constituido por financiamiento ya contratado y no desembolsado y nuevo financiamiento, siendo la proyección de desembolsos la siguiente:

Cuadro 10: DESEMBOLSOS EXTERNOS

Desembolsos Externos	2019	2020	2021	2022	2023
Millones de US\$	1,509	572	548	683	740

Se asume que los recursos seguirán proviniendo principalmente del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE), FIDA y Banco Mundial y, en menor cuantía, de acreedores bilaterales como Austria, ING, JICA e Italia entre otros. Las condiciones financieras se suponen con leves incrementos por deterioro en las tasa de interés referenciales.

Deuda Interna

Las necesidades de colocaciones internas surgen como resultado de la brecha remanente por financiar, una vez considerados los desembolsos externos. Como se mencionó anteriormente, las emisiones mantendrán las condiciones financieras actuales.

La proyección de emisiones de bonos asume los siguientes niveles:

Cuadro 11: EMISIONES DE BONOS

Emisiones de Bonos	2019	2020	2021	2022	2023
Millones de Lempiras	19,485	29,997	20,069	22,699	23,713

7.2. Estrategia 2 (Deuda externa con más financiamiento con tasa variable y deudámenes concesional)

La Estrategia 2 tiene similares supuestos de la Estrategia 1, con la diferencia que tiene una composición de deuda externa menos concesional y un mayor riesgo de tasas variables e incorpora shock en los préstamos multilaterales fijos no concesionales (0.5%), en vista de los cambios que puedan efectuarse en las tasas de interés en el mercado internacional al igual que se consideran deterioros en la tasas variables de interés referencial (LIBOR).

El diseño del mercado interno se realizó con base en el perfil de vencimientos, para no tener picos durante los períodos analizados y recrea los porcentajes por instrumento utilizados en la Estrategia 1. Por otro lado las tasas de interés variables del endeudamiento interno se asume las tasas de interés históricas de los costos fijos como interés de referencia, aunado a spreads

por la estimación en la inflación incorporando shocks moderados y extremos para cada uno de los instrumentos por factores coyunturales en la economía nacional

Deuda Externa

Por tanto, se asume un nivel de desembolsos externos similar a la Estrategia 1 para los períodos 2019-2023

Cuadro 12: DESEMBOLSOS EXTERNOS

Desembolsos Externos	2019	2020	2021	2022	2023
Millones de US\$	1,509	572	548	683	740

Deuda Interna

De la misma forma, el endeudamiento interno se mantendrá invariable para 2019 y con leves incrementos para los años subsiguientes. Así, los supuestos de emisión de bonos totales son los siguientes:

Cuadro 13: EMISIONES DE BONOS

Emisiones de Bonos	2019	2020	2021	2022	2023
Millones de Lempiras	19,485	30,091	20,245	23,003	24,170

7.3. Estrategia 3 (Colocación de Bonos Soberanos y deuda externa a condiciones menos concesionales)

La Estrategia 3 supone una limitada capacidad de absorción del mercado interno. En este escenario se considera un mayor financiamiento externo para cerrar la brecha fiscal en la cual el 67% del endeudamiento necesario del periodo de análisis es obtenido del fuentes externas y apenas un 33% proviene de fuentes internas. Se estima una colocación de bonos soberanos para el período 2019-2023 de US 540.0 millones anuales en promedio durante todo el período. De igual modo se prevé la utilización de deuda externa con condiciones más duras e incrementos en la tasa de interés referenciales.

Deuda Externa

Los desembolsos de deuda externa bajo este escenario se estiman en los siguientes niveles:

Cuadro 14: DESEMBOLSOS EXTERNOS

Desembolsos Externos	2019	2020	2021	2022	2023
Millones de US\$	1,509	1,072	1,048	1,183	1,240

Se asume que los recursos adicionales externos se financiarán a condiciones menos concesionales.

Deuda Interna

La proyección de emisiones brutas de bonos asume una utilización similar para el año 2019 y con reducción significativas a partir del año 2020 tal como se muestra a continuación:

Cuadro 15: EMISIONES DE BONOS

Emisiones de Bonos	2019	2020	2021	2022	2023
Millones de Lempiras	19,485	16,582	5,473	6,875	6,568

7.4. Estrategia 4 (financiamiento interno neto de L4,000.0 mm anuales y mayor financiamiento externo en tasas variables)

Se asume mayores recursos externos para el cierre de brecha en proporción de 73% externo y 27% interno, de igual manera se limita la utilización de endeudamiento interno a únicamente a un techo neto de L4,000 millones anuales.

Deuda Externa

Se consideran los mismos supuestos de la Estrategia 3 aunado a que la deuda externa se contrataría bajo condiciones menos concesionales con tasas de interés más altas y plazos más cortos con ciertos organismos financieros. A continuación se detalla desembolsos externos proyectados:

Cuadro No.16: DESEMBOLSOS EXTERNOS

Desembolsos Externos	2017	2018	2019	2020	2021
Millones de US\$	1,353	1,545	1,084	1,261	1,299

Deuda Interna

Este escenario considera L4,000 millones anuales netas financiadas con condiciones financieras más caras. El nivel total de endeudamiento bruto interno a contratar para el período 2018-2022 es el siguiente:

Cuadro 17: EMISIONES DE BONOS

Emisiones de Bonos	2017	2018	2019	2020	2021
Millones de Lempiras	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000

8. Análisis de costo y riesgo de las estrategias analizadas

El análisis de las estrategias de financiamiento para el Período 2019-2023 ha considerado diferentes opciones de deuda del SPNF, incorporando las necesidades de financiamiento del Gobierno de la República de Honduras. Los principales resultados de costo y riesgo son los siguientes:

Cuadro 18: INDICADORES DE COSTO Y RIESGO

INDICADORES DE RIESGO		2019	Finales de 2023			
		Actual	Estrategia 1	Estrategia 2	Estrategia 3	Estrategia 4
Deuda Nominal (% PIB)		45.0	51.5	51.7	51.7	51.7
Valor Presente de Deuda (% PIB)		42.2	47.9	48.5	48.4	48.4
Pago de Interés (% PIB)		2.6	3.0	3.0	2.8	2.9
Tasa de Interés Implícita (%)		5.9	6.4	6.5	6.0	6.1
Riesgo de Refinanciamiento	Deuda a vencer en un año (% del Total)	4.4	5.7	5.7	5.3	6.5
	Deuda a vencer en un año (% del PIB)	2.0	2.9	2.9	2.8	3.4
	TPV Deuda Externa (años)	10.7	10.5	10.0	9.7	9.8
	TPV Deuda Interna (años)	4.9	5.9	6.0	5.3	5.2
	TPV Deuda Total (años)	8.9	9.1	8.8	9.0	8.9
Riesgo de Tasa de Interés	Tiempo Promedio de Refijación (TPR) (años)	7.8	7.0	6.6	6.9	7.0
	Deuda a Refijar en 1 año (% de la deuda total)	21.4	32.5	34.4	31.2	31.4
	Deuda a Tasa Fija (% de la deuda total)	74.0	71.9	70.0	72.9	73.9
Riesgo de Tipo de Cambio	Deuda en moneda extranjera (% del total)	78.0	66.3	66.1	80.5	76.8
	Deuda Externa de corto plazo como % reservas	2.7	9.2	9.3	9.3	9.3

8.1. Indicadores de costo

Al cierre de 2023, el indicador de deuda nominal como porcentaje del PIB muestra que el índice más alto lo alcanza las Estrategias 2, 3 y 4 (51.7%), explicado principalmente por la contratación de deuda externa (colocación de bonos soberanos), y que no se empieza a repagar hasta los 10 años. El nivel más bajo lo presenta la Estrategia 1 con un 51.5%.



Respecto al indicador de valor presente de la deuda como porcentaje del PIB, el mejor resultado lo obtiene la Estrategia 1 originado por una contención del endeudamiento en condiciones más duras y la limitación en cuanto a la utilización de emisiones soberanas para el cierre de la brecha fiscal del ejercicio, esto aunado a que todavía se consideran plazos de amortización relativamente largos.

El indicador de pagos de intereses de la deuda como porcentaje del PIB, refleja que las Estrategias 1 y 2 muestra las cifras más altas (3.0%), en vista de la mayor contratación de deuda interna para el cierre de la brecha fiscal a condiciones de mercado lo que eleva el pago de costos financieros en 10 puntos básicos más que las otras dos estrategias, al contrario de las Estrategias 3 y 4 que presentan un comportamiento similar entre ellas producto de costes financieros levemente inferiores.

Las Estrategias 3 y 4, presentan los indicadores más bajo en cuanto a la tasa implícita de interés de la cartera de deuda al 2023 (6.0%-6.1%), lo anterior por la menor contratación de deuda interna para cubrir las necesidades financieras del SPNF.

8.2. Indicadores de riesgo

8.2.1. Riesgo de refinanciamiento

Para analizar el riesgo de refinanciamiento se observan los perfiles de vencimientos y la vida promedio de la cartera de la deuda SPNF.

- La Estrategia 1 registra una mayor vida promedio de la deuda de 9.1 años esto explicado por la mayor utilización de financiamiento externo con plazos largos de repago.
- Como se puede apreciar en el Gráfico No.12 las Estrategias 1 y 2 muestran un comportamiento muy similar durante todo el periodo de análisis, no así las Estrategias 3 y 4 que muestran un comportamiento más irregular y volátil en algunos años de la proyección, originado principalmente por la mayor utilización de endeudamiento con bonos soberanos que generan picos en la proyección.
- En cuando al pago de interés las cuatro estrategias tienen un comportamiento muy similar, mostrando valores superiores en cuando al pago de costos financieros las Estrategias 1 y 2 explicado por la utilización de mayor endeudamiento interno para cubrir las brechas fiscales del periodo.



Gráfico No.12: Proyección de amortizaciones de Capital de la deuda en las cuatro estrategias
(En millones de lempiras)

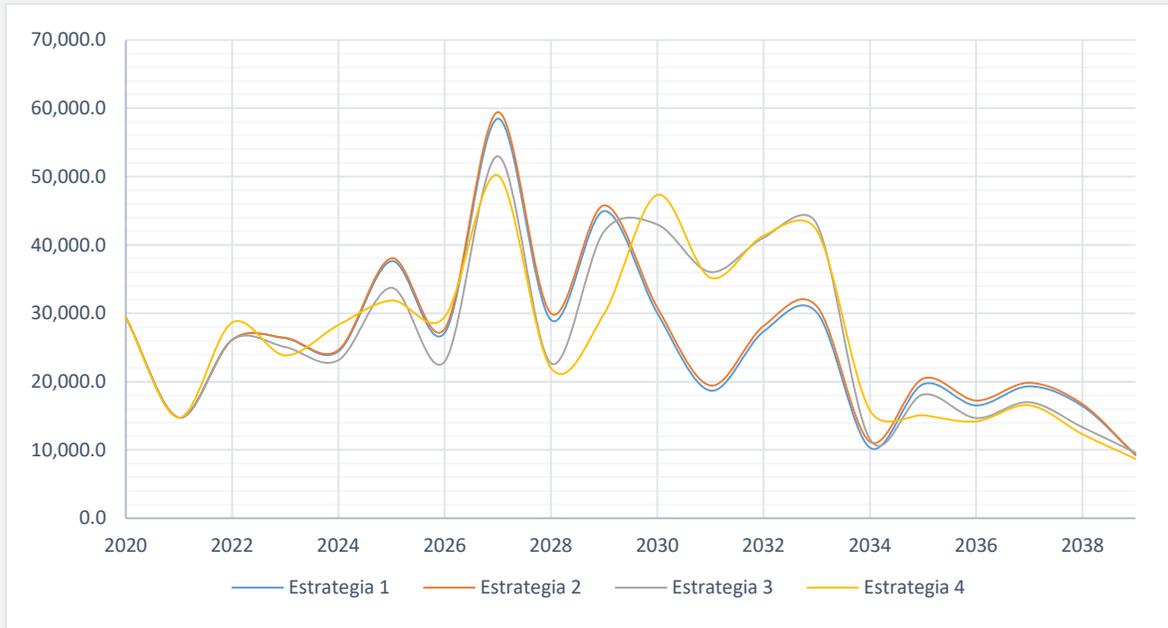
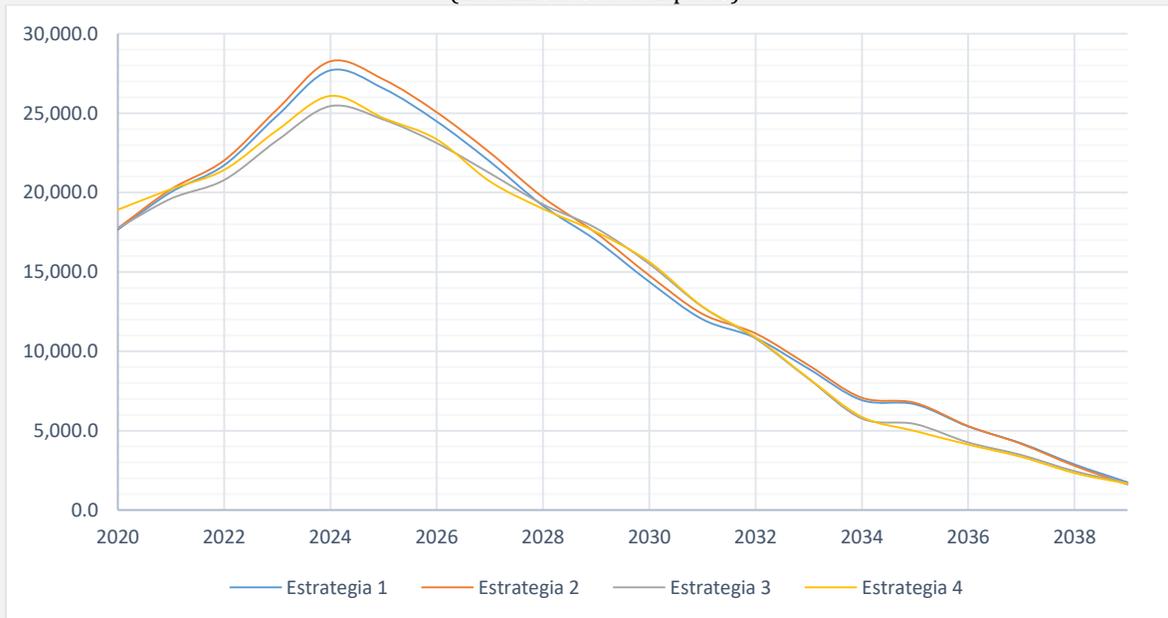


Gráfico 13. Comparativa de Proyección de Pago de Interés de las cuatro estrategias
(En millones de lempiras)



8.2.2. Riesgo de tasa de interés

El riesgo de la tasa de interés se refiere a las variaciones en el servicio de deuda producto de las fluctuaciones de las tasas de interés en el mercado, dado que existen contrataciones de deuda a tasas de interés variable.

Este riesgo es más relevante en este momento, influenciado por el comportamiento e incrementos de tasas de interés en Estados Unidos y su impacto en las tasas de referencia lo que genera mayor afectación en el riesgo de los países emergentes. Los cambios en las tasas de interés afectan los costos del servicio de la deuda para los nuevos financiamientos y para todos los préstamos ya contratados a tasa de interés variable y fija, porque aunque la tasa de interés fija se mantengan invariable durante la vida de préstamo, el incremento en las tasas de interés variables arrastran con si los costos de las nuevas operaciones a tasa fija.

- El indicador más utilizado es el tiempo promedio para la refijación de tasa de interés (TPR), el cual en el año base 2019 se situó en 7.8 años. Para el año 2023 se observa una disminución sustancial de este indicador para las cuatro estrategias en comparación con el punto de partida. La disminución se explica por la mayor contratación de financiamientos comerciales y menos concesionales que contemplan tasas de interés variables.
- Las Estrategias 1 y 4 presentan el menor riesgo de tasa de interés en comparación con el resto de estrategias, debido a que el supuesto básico de la Estrategia 2 se basa en una mayor contratación de financiamiento externo a tasa de interés variables y mayor utilización de endeudamiento interno con plazo más cortos de repago, en cambio las Estrategias 1 y 4 contemplan mayor utilización de endeudamiento a tasa de interés fijas y menos endeudamiento interno.
- Otros indicadores de riesgo de tasa de interés, es el porcentaje de la cartera que refijará las tasas de interés en el siguiente año y el porcentaje de la cartera a tasa de interés fija. La Estrategia 3 y 4 muestran el porcentaje de refijación menor producto de la mayor utilización de recursos provenientes de bonos soberanos a tasa fija.
- Y como último punto se puede mencionar que las 4 estrategias planteadas mantienen el porcentaje de deuda a tasa fija por arriba al 70% lo cual minimiza en riesgo de tasa de interés de la cartera de deuda pública del SPNF de Honduras.

El riesgo cambiario se refiere a la exposición de la cartera de deuda pública ante variaciones en la cotización de las monedas externas en las cuales se denomina el endeudamiento y, consecuentemente, en la cantidad de recursos en términos de la moneda local que se requiere para cumplir con el servicio de deuda denominado en moneda extranjera.

Las Estrategias 1 y 2 son las que presentan la menor exposición al riesgo cambiario producto de la mayor utilización de endeudamiento en moneda doméstica, registrando porcentajes entre el 66.1% y 66.3% en moneda extranjera valores inferiores en más de 10 puntos porcentuales que las estrategias 3 Y 4.

8.2.3. Resultados del análisis de costo y riesgo

En el marco de la herramienta analítica utilizada en el ejercicio, las cuatro estrategias diseñadas están sujetas a variaciones determinísticas con el fin de simular los riesgos de cada una de las estrategias. Los cuatro escenarios de shock a las variables de mercado que se utilizaron son los siguientes:

- Shock de tipo de cambio 1: Depreciación de 15% en el año 2 de la proyección (2020), retornando a la tasa de 5% en adelante.
- Shock de tipo de cambio 2: Depreciación de 35% en el año 3 de la proyección (2021), retornando a la tasa de 5% en adelante.
- Shock de tasa de interés 1: Financiamiento externo a mayor costo. Asume un incremento en 2 puntos porcentuales de la tasa variable de referencia (LIBOR en dólares americanos y e instrumento de deuda interna variable) en todos los años de la proyección y 1.5 puntos porcentuales en el caso de la emisión del bono soberano, respecto a los supuestos del escenario base.
- Shock de tasa de interés 2: Financiamiento externo a mayor costo. Asume un incremento en 3 puntos porcentuales de la tasa variable de referencia (LIBOR en dólares americanos y e instrumento de deuda interna variable) en todos los años de la proyección y 2.5 puntos porcentuales en el caso de la emisión del bono soberano, respecto a los supuestos del escenario base.

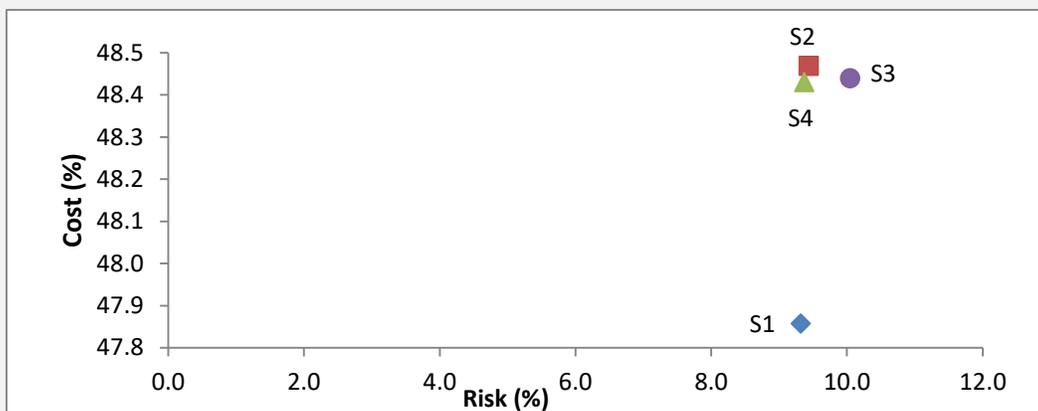
Sobre la base de las estrategias establecidas y la combinación de shocks en las variables de mercado, a continuación se presentan los resultados respecto a costo y riesgo de manera comparativa para las estrategias de financiamiento:

Al realizar el análisis de costo/riesgo de cada una de las estrategias simuladas, en todas las estrategias existen riesgos inherentes a la cartera de deuda pública, mostrando indicadores relativamente parecidos en cuando al costo (48.3% en promedio), pero desmarcándose la Estrategia 1 como la menos costosa y riesgosa de las demás. En este contexto los mayores niveles de costo y riesgo de la relación Deuda/PIB la alcanzan las estrategias 2, 3 y 4 por consideras mayor exposición a riesgo cambiario por la mayor utilización de endeudamiento externo a tasa variables (deuda menos concesional) y la colocación de bonos soberanos (Gráfico No.14).

Cuadro No.19: Valor Presente de la Deuda/PIB a finales de 2023

Escenarios	S1	S2	S3	S4
Escenario Base	47.9	48.5	48.4	48.4
Shock (30%) de tipo de cambio	57.2	57.9	58.5	57.8
Shock 1 de tasa de interés (Shock moderado)	48.9	49.6	49.7	49.6
Shock 2 de tasa de interés (Shock Extremo)	49.5	50.2	50.4	50.2
Shock Combinado (10% depreciación y shock 1 de tasa de interés)	52.4	53.1	53.2	52.6
Máximo Riesgo	9.3	9.4	10	9.4

Gráfico No.14. Costo y Riesgo: Valor Presente de la Deuda/PIB a finales de 2023

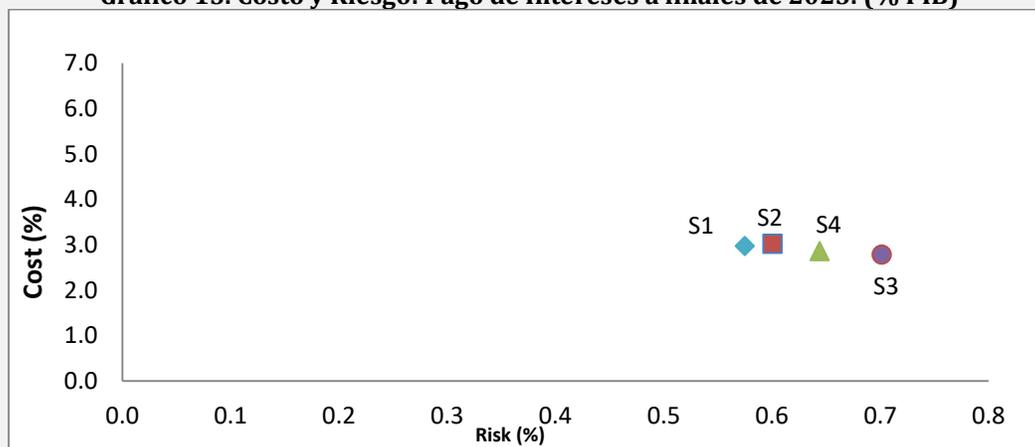


Las cuatro estrategias muestran resultados similares en cuanto al costo del pago de intereses como porcentaje del PIB, pero la Estrategia 1 se muestra menos riesgosa que las otras 3 estrategias plantadas. Al igual como ocurre en la gráfica anterior las Estrategias 3 y 4 se observan como la más costosa y riesgosa en términos monetarios, mientras tanto la Estrategia 1 es la que muestra mejores resultados en ambos apartados (mejor relación costo/riesgo). (Gráfico No.15).

Cuadro 20: Pago de Intereses a finales de 2023

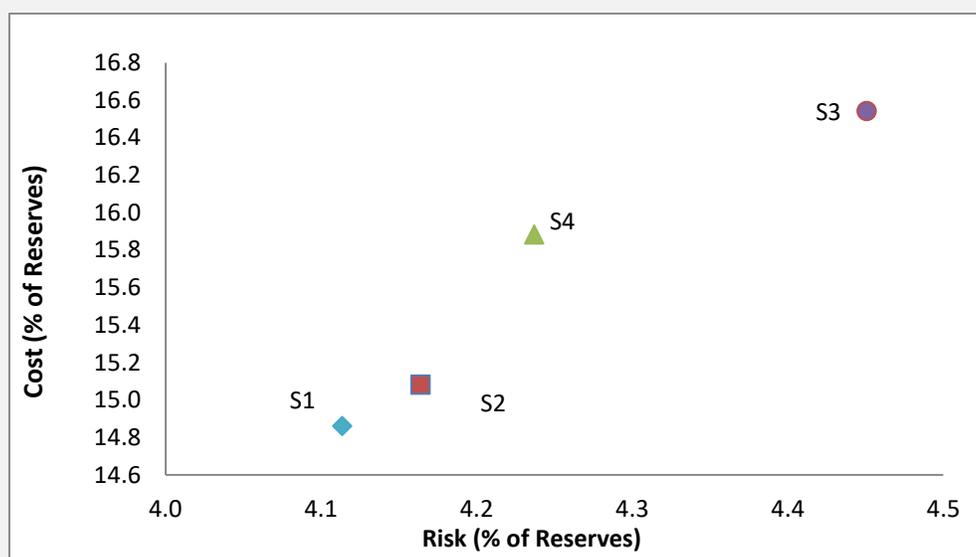
Escenarios	S1	S2	S3	S4
Escenario Base	3.0	3.0	2.8	2.9
Shock (30%) de tipo de cambio	3.4	3.5	3.3	3.3
Shock 1 de tasa de interés (Shock moderado)	3.3	3.4	3.2	3.3
Shock 2 de tasa de interés (Shock Extremo)	3.5	3.6	3.5	3.5
Shock Combinado (10% depreciación y shock 1 de tasa de interés)	3.5	3.6	3.4	3.4
Máximo Riesgo	0.6	0.6	0.7	0.6

Gráfico 15. Costo y Riesgo: Pago de Intereses a finales de 2023. (% PIB)



Como se puede apreciar en la gráfica siguiente y como ha ocurrido en los análisis anteriores la Estrategia 1 continúa mostrando mejores números en cuanto al costo/riesgo del pago de servicio de deuda externa sobre reservar internacionales, a consecuencia de una menor utilización de recursos externa para financiamiento del presupuesto.

Gráfico No.16. Costo y Riesgo: Servicio de Deuda Externa sobre Reservas Internacionales a finales de 2023 (% PIB)



Cuadro No.21: Servicio de Deuda Externa sobre Reservas Internacionales a finales de 2023

Escenarios	S1	S2	S3	S4
Escenario Base	14.9	15.1	16.5	15.9
Shock (30%) de tipo de cambio	19.0	19.2	21.0	20.1
Shock 1 de tasa de interés (Shock moderado)	16.2	16.5	18.4	17.6
Shock 2 de tasa de interés (Shock Extremo)	16.9	17.2	19.5	18.5
Shock Combinado (10% depreciación y shock 1 de tasa de interés)	17.6	18.0	20.0	19.0
Máximo Riesgo	4.1	4.2	4.5	4.2

Como se ha podido apreciar en cuanto al análisis de riesgo la Estrategia 1 se muestra como la más consistente en este apartado, esto debido a su balance adecuado de costo riesgo impulsado por la continuación de las políticas de manejo prudente del endeudamiento público del país.

9. Estrategia propuesta

Considerando lo anteriormente expuesto, y de acuerdo a los objetivos de costo y riesgo seleccionados (ver Cuadro No.19), se ha optado por recomendar la Estrategia 1. Esta asume la continuidad de las políticas actuales de endeudamiento, ya que tiene un balance adecuado entre costo y riesgo. Si bien presenta un costo levemente superior en algunos de los años de análisis en comparación al pago de costos financieros que las otras tres estrategias planteadas, la misma se sitúa como la menos riesgosa y la que arroja la menor relación deuda PIB tanto en términos nominales como el valor presente.

De igual manera presenta menores riesgos de tasa de interés (utilización de mayor deuda a tasa fija y deuda en Lempiras) y tipo de cambio que las estrategias señaladas.

Cuadro 22. Lineamientos de Costo y Riesgo para la Estrategia de Endeudamiento 2019-2023

	2019	2023
	Observado	Objetivo
Deuda nominal/PIB	45%	50-55%
Valor Actual Deuda/PIB	42.2%	45-50%
Servicio de deuda pública total/ Ingresos Fiscales	16.4%	10-15%
Vida promedio de la cartera (años)	8.9	7.0-10.0
Composición de moneda (% moneda nacional)	22%	≥35%
Composición de tasa de interés (% tasa fija)	74%	≥65%
Vencimiento como % de la cartera		
< 1 año	4.4%	8-10%
< 3 años	20.3%	20-25%

Es importante señalar que aunque, a primera vista, las Estrategia 3 y 4 muestre unos indicadores de costo de pago de interés levemente inferiores a la Estrategia 1, esto se debe principalmente a que la Estrategia 3 y 4 incorporan un mayor financiamiento externo (en forma de bonos) y por lo tanto una reducción del componente interno, tradicionalmente un poco más caro que el externo. Esta circunstancia, sin embargo, causa un encarecimiento de la deuda externa en relación a la Estrategia 1 y pudiendo afectar negativamente a los indicadores de sostenibilidad de la deuda externa en el mediano y largo plazo. Además, debido a la forma de vencimiento de los bonos (bullet payment) el perfil de vencimientos vendría a mostrar una concentración de pagos en determinados años a los que hacer frente.

**Cuadro 23: Tasas de Interés Implícita de la Estrategia Propuesta
2019-2023**

Estrategia 1	2018	2019	2020	2021	2022
Deuda Externa (%)	3.84%	4.56%	4.90%	4.33%	4.25%
Deuda Interna (%)	10.57%	10.83%	10.54%	10.72%	10.35%
Tasa Implícita Total (%)	5.73%	6.45%	6.65%	6.42%	6.24%

Políticas y Acciones necesarias para Implementar la Estrategia

- **La consolidación fiscal seguirá siendo determinante para mantener un nivel de riesgo prudente de la deuda pública.** La continuidad de la consolidación fiscal iniciada en 2013 con las reformas y ajustes fiscales y la aprobación de la Ley de Responsabilidad Fiscal son determinantes para el control del crecimiento del endeudamiento y el manejo de los riesgos inherentes al portafolio de deuda.
- **Manejo proactivo de los pasivos y mitigación de riesgo de la cartera de deuda pública.** Monitorear de manera continua el perfil de vencimientos e indicadores de riesgo de la deuda pública y pasivos contingentes a fin de implementar estrategias de mitigación de riesgo, incluyendo:
 - **Continuar con el alargamiento de la vida promedio de la deuda interna.** En línea con el objetivo de reducir el riesgo de refinanciamiento, desarrollando a su vez la liquidez de cada punto de la curva de rendimientos para mantener una referencia y en coordinación con las emisiones del Banco Central de Honduras que por su naturaleza se concentran en el corto plazo.
 - **Mitigación de Riesgo de Refinanciamiento del Bono Soberano.** Como se ha visto en los indicadores de liquidez, para el año 2020 se presenta un aumento sustancial en el servicio de la deuda debido al vencimiento por un monto de US\$500.0 millones relacionados con la colocación de un Bono Soberano en el exterior, esta situación representa una presión fuerte para el presupuesto y los flujos de caja del Gobierno para el próximo año. En este sentido y como medida de mitigación se plantea la posibilidad realizar una operación de gestión de pasivos antes de la fecha de vencimiento del bono de refinanciamiento del Bono Soberano mediante la emisión de otro título en el mercado de capitales internacional, preferiblemente a un plazo mínimo de 10 años y con la anticipación y preparación necesaria para atender su obligación bajo las mejores condiciones financieras para el País.



- **Denominación del financiamiento.** Los recursos externos preferentemente deberán ser contratados en dólares americanos, considerando que ésta es la divisa predominante en la composición de las reservas internacionales y en los flujos provenientes del comercio exterior y las remesas. Se continuará con la política de no emisión en moneda extranjera en el mercado doméstico.
- **Control y Monitoreo de Pasivos Contingentes.** Fortalecer los procesos de control y supervisión de garantías y pasivos contingentes a fin de minimizar su riesgo.
- **Maximizar las capacidades de negociación de financiamiento externo.** En primera instancia aprovechar al máximo la disponibilidad de los recursos concesionales, no obstante, el desarrollo económico del país conducirá a la reducción gradual de dichas fuentes, por tanto, se deberá fortalecer la negociación con acreedores comerciales a fin de obtener las mejores condiciones para el País. Por tanto, para acceder a mayores recursos se debería analizar la posibilidad de seguir con la flexibilización en cuanto al límite de concesionalidad mínima aceptable. Este nuevo tipo de endeudamiento implicaría mayores costos y riesgos para la cartera de deuda pública, pero es un paso para seguir consolidando al país en el mercado de capitales, lo que desembocara en mayores flujos de recursos para lograr un crecimiento económico robusto y sostenido en el tiempo.
- **Mejorar la profundidad, liquidez y confianza en el mercado interno de títulos públicos.** La necesidad de mayores colocaciones en el mercado doméstico a las históricas, requerirá de una planificación para fomentar el desarrollo del mercado interno, la cual incluirá la concentración de pocas emisiones para crear masa crítica y establecer una curva de rendimientos, la ampliación de la base de inversionistas y la utilización exclusiva de mecanismos de mercado para la colocación de instrumentos estandarizados.
- **Continuar incrementando la transparencia y mejorar la comunicación con los inversionistas y acreedores nacionales y extranjeros.** Continuar implementando mecanismos transparentes y competitivos para la colocación/contratación de financiamientos y la comunicación permanente con los inversionistas a fin de que conozcan los planes, resultados y otros de la gestión financiera del Gobierno.