



República de Honduras

Secretaría de Finanzas

Estrategia de Deuda Pública de Mediano Plazo (2016-2019)

Tegucigalpa, Honduras



Contenido

Introducción.....	3
Contexto Macroeconómico	5
Desarrollos en 2014	5
Política de Endeudamiento Público	6
Análisis de la Cartera de Deuda Pública.....	10
Deuda Externa.....	11
Deuda Interna	12
Indicadores de Costo y Riesgo de la Cartera Vigente	12
Riesgo de Refinanciamiento del Gobierno Central	12
Riesgo de Tipo de Cambio.....	13
Riesgo de Tasa de Interés	14
Análisis de fuentes y condiciones del nuevo financiamiento externo e interno	14
E.1 Externo	14
E.2 Interno.....	15
Supuestos para la Estrategia de Deuda	16
F.1. Escenario macroeconómico	16
Contexto Internacional	16
Contexto Nacional.....	17
F.2 Descripción de las Estrategias de Financiamiento	19
F.2.1 Estrategia 1 (Revisión del Programa Monetario, Escenario Base).....	19
F.2.2 Estrategia 2 (Emisión de Bono Global 2017).....	21
F.2.3 Estrategia 3 (Colocaciones Deuda Interna a más Largo Plazo)	22
F.2.4 Estrategia 4 (Menor Utilización de Deuda Interna)	23
Principales Riesgos del Escenario base	24
Análisis de Costo y Riesgo de las Estrategias de Financiamiento	28
H.1 Riesgo de Mercado.....	28
H.2 Riesgo de Refinanciamiento	28
H.3 Riesgo de Tasa de Interés	30



DIRECCIÓN GENERAL DE CRÉDITO PÚBLICO

H.4 Riesgo Cambiario 31

H.5 Análisis de Costo y Riesgo..... 32

CONSIDERACIONES FINALES 34

Introducción

La presente Estrategia de Deuda Pública del Gobierno Central de Mediano Plazo tiene como propósito 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, para este fin se han utilizado las herramientas de análisis de sostenibilidad de la deuda y Estrategia de Deuda de Mediano Plazo (MTDS, por sus siglas en inglés). El periodo de la Estrategia abarca los años 2016 – 2019; así mismo, se ha formulado en línea con la Política de Endeudamiento Público (PEP) que ha sido aprobada para este mismo periodo.

Para la formulación de la Estrategia se han modelado cuatro escenarios (estrategias) de financiamiento las cuales asumen diferentes supuestos en términos de combinación de instrumentos de financiamiento interno y externo dando como resultado distintas mezclas de costo y riesgo, en función también de las condiciones financieras de los instrumentos de financiamiento respecto al plazo de vencimiento, tasa de interés y moneda de contratación de la deuda pública del Gobierno Central. Estas estrategias toman en cuenta proyecciones macroeconómicas de los sectores fiscal, real y externo, de acuerdo a lo establecido en el Programa Monetario revisado 2015-2016, así como otras proyecciones oficiales al año 2019.

La Estrategia de Endeudamiento Público se elaborará anualmente con el propósito fundamental de proveer una visión clara sobre el accionar del país en materia de deuda pública del Gobierno Central, tomando en consideración un análisis de riesgo de la cartera de deuda pública y las fuentes de financiamiento disponibles para el cierre de la brecha fiscal del país, los cuales deberán estar en concordancia con el marco macro fiscal, el Presupuesto General de Ingresos y Egresos de la República y la capacidad de endeudamiento del país posea.

CONTEXTO MACROECONÓMICO

La evolución económica nacional durante 2014 observó un mejor desempeño, impulsada por la demanda interna y externa, lo que ayudó a mantener la inflación en un dígito y dentro del rango meta establecido en el Programa Monetario 2014-2015. Adicionalmente, se logró una mejora en la posición externa, al registrar un menor déficit en cuenta corriente. Por su parte, las finanzas públicas registraron una recuperación como resultado de la contención del gasto y la aplicación de medidas tributarias aprobadas en 2013.

En 2014, el Gobierno de la República realizó esfuerzos para contribuir a desarrollar un programa económico que ayudara a mantener la estabilidad macroeconómica y establecer las condiciones para un crecimiento económico sostenible. En este contexto, se logró la firma de una carta de intenciones con el Fondo Monetario Internacional (FMI), que contempla dos líneas de crédito por un monto aproximado de US\$188.6 millones.

Desarrollos en 2014

- La inflación interanual se situó en 5.82% al cierre de 2014, superior en 0.9 puntos porcentuales (pp) con relación al año precedente (4.92%), ubicándose dentro del rango meta establecido en el Programa Monetario 2014-2015 ($6.5\% \pm 1pp$). Este resultado estuvo influenciado por el incremento en los precios del frijol, otros productos alimenticios (carne de res y cerdo, leche en polvo y algunas verduras), prendas de vestir y calzado; así como, alquiler de vivienda y suministro de electricidad en vivienda.
- El Producto Interno Bruto (PIB) en términos reales presentó crecimiento de 3.1%, superior en 0.3 pp respecto a lo observado en 2013. Este desempeño positivo estuvo determinado por las actividades de Intermediación Financiera; Comunicaciones; Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca; Industria Manufacturera y Comercio. Por el enfoque del gasto, la evolución económica fue estimulada por el consumo y la inversión del sector privado.
- El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos fue de 7.4% del PIB (9.5% en 2013), originada por el incremento de las exportaciones de algunos bienes como café y aceite de palma, aunado a mayores flujos de remesas familiares, así como por la disminución en la importación de combustibles y lubricantes, como consecuencia de la desaceleración del precio internacional del crudo.
- Lo anterior permitió aumentar la cobertura de reservas internacionales para cubrir las importaciones de bienes y servicios por más de 3.5 meses. El resultado de la cuenta corriente fue financiado básicamente por los ingresos provenientes de la Inversión Extranjera Directa (IED) y por los desembolsos del crédito externo dirigido al sector público y privado.
- En 2014 se observó una mejora en las cifras fiscales, resultado de la aplicación de medidas aprobadas en 2013 mediante la Ley de Ordenamiento de las Finanzas Públicas, Control de

DIRECCIÓN GENERAL DE CRÉDITO PÚBLICO

las Exoneraciones y Medidas Antievasión. Por lo anterior, el déficit de la Administración Central se redujo a 4.4% del PIB, inferior en 3.5 pp al registrado en el año anterior (7.9%), explicado principalmente por el incremento en la recaudación de ingresos tributarios (20.0%), originado de la expansión del impuesto sobre ventas (34.4%), así como por la contención del gasto corrientes, especialmente el destinado al pago de remuneraciones.

- El Banco Central de Honduras (BCH) mantuvo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 7.0% durante 2014, absorbiendo una fracción importante de liquidez a través de las operaciones de mercado abierto, situación que coadyuvó a mantener una inflación estable y dentro del rango meta previsto, así como a alcanzar un mayor nivel de reservas internacionales que permitió mejorar la cobertura en meses de importación.
- En materia de política cambiaria, se continuó utilizando el régimen de banda cambiaria¹, instrumentado mediante el Sistema Electrónico de Negociación de Divisas (Sendi), para efectuar la asignación de divisas a los agentes económicos. Al cierre de 2014, la tasa de depreciación del lempira respecto al dólar estadounidense registró variación de 4.4% (3.2% en 2013).

POLÍTICA DE ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

De acuerdo al marco jurídico vigente, la Política de Endeudamiento Público (PEP) es de aplicación general para todas las dependencias del Sector Público No Financiero. La formulación corresponde al Poder Ejecutivo, constituyéndose para tal efecto la "Comisión de Crédito Público" (CCP), integrada por el Secretario de Estado en el Despacho de Finanzas (SEFIN), quien la preside y por el Presidente del Banco Central de Honduras, fungiendo como Secretario el Director General de Crédito Público (DGCP) de la SEFIN.

El propósito de la PEP es establecer los lineamientos generales y particulares sobre los techos y procesos de contratación de deuda del Gobierno Central, Organismos Descentralizados (Instituciones Públicas, Empresas Públicas No Financieras y Empresas Públicas Financieras) y los Gobiernos Locales, bajo un marco de sostenibilidad fiscal de mediano y largo plazo.

La PEP determina por año, los niveles globales de endeudamiento externo e interno de las entidades del sector público, el grado de concesionalidad mínimo aceptable de los préstamos externos a contratar, los límites máximos de endeudamiento a nivel institucional en función de su capacidad de pago y la priorización de las operaciones de crédito público en función de las metas de inversión y las restricciones del Programa Monetario y Financiero

¹ El esquema cambiario se compone de dos bandas con respecto a una paridad central: una banda externa de $\pm 7\%$ y una banda interior que limita la tasa de depreciación. En julio de 2013, el BCH amplió la banda interior, determinando que la cotización de oferta de las solicitudes de compra de moneda extranjera en el mercado organizado de divisas no exceda el 1% del promedio del precio "base" del tipo de cambio (fijado por el BCH en subastas diarias) de las anteriores siete subastas. Anteriormente el precio de compra no podían exceder 0.075% del promedio de "referencia" (o actual) de los siete días anteriores.

La Política de Endeudamiento Público 2016-2019, establece techos globales y procesos de contratación de deuda externa e interna de las entidades del Sector Público, mismos que deberán ser respetados para mantener niveles sostenibles de deuda en el mediano y largo plazo velando por la correcta aplicación de los siguientes Lineamientos:

Lineamientos Financiamiento Externo:

- El techo de desembolsos de préstamos que han sido fijado tanto para préstamos suscritos como para nuevos préstamos, deberán ser dirigidos a proyectos de inversión prioritarios y poseer condiciones financieras de concesionalidad mínima.
- Ninguna entidad del Sector Público podrá iniciar trámites para realizar operaciones de crédito público sin la autorización por escrito de la Secretaría de Estado en el Despacho de Finanzas, así mismo la negociación de los financiamientos del Sector Público corresponderá a la SEFIN a través de la Dirección General de Crédito Público (DGCP), en conformidad con la normativa vigente.
- Las personas autorizadas para solicitar desembolsos con fondos externos serán únicamente los Titulares de las Instituciones de la Administración Central mediante la autorización de la Secretaría de Estado en el Despacho Finanzas, a fin de contar con las previsiones presupuestarias para la respectiva regularización, además del cumplimiento de metas de desembolso de fondos.
- Las instituciones que administren fondos de desembolsos provenientes de préstamos externos que presenten irregularidades como ser gastos no elegibles en sus estados financieros auditados o problemas de ejecución de actividades deberán suspender las solicitudes de desembolsos ante el Organismo Financiado, hasta subsanar dichas situaciones.
- Para el financiamiento con fondos externos para proyectos y programas que se consideren prioritarios y para los cuales no se encuentren fuentes financieras que permitan la concesionalidad requerida; se deberá garantizar su financiamiento contratando deuda en términos comerciales, siempre y cuando, la concesionalidad ponderada de toda la cartera de deuda pública externa se mantenga por encima del 25% situaciones.
- Para el nuevo financiamiento externo que será contratado durante los años 2016-2019, se ha establecido como norma que la sumatoria de la contratación para ese periodo no deberá sobrepasar un techo máximo de US\$ 695.4 millones, descontando a este monto lo contratado durante el año 2015, los cuales serán destinados para proyectos de inversión pública que hayan sido clasificados con el mayor criterio de prioridad por parte del Gobierno.
- El financiamiento externo no concesional, tendrá un techo de US\$ 600 millones para el período 2016-2019; este techo incluye la posibilidad de emitir un bono soberano o contratar financiamiento con bancos comerciales por un monto máximo de US\$292.0 millones.

Lineamientos Financiamiento Interno:

- Se impulsará el desarrollo del mercado doméstico a través de la emisión de bonos de Gobierno, por medio de la implementación de mecanismos de mercado que promuevan un clima de confianza para los inversionistas y que permita acceder a recursos adicionales; la transparencia y el acceso a la información deberá ser un elemento fundamental, para lo que se publicará el calendario de colocaciones de títulos valores del Gobierno de Honduras, en complemento al Plan de Financiamiento anual, que será presentado a la comunidad de inversionistas, con el objetivo de evitar distorsiones de mercado.
- Las colocaciones de títulos valores deberá ser realizada a través de mecanismos de mercado, como ser subastas públicas competitivas y no competitivas, en miras de reducir gradualmente la colocación y negociación de valores con operaciones de venta directa.
- Previa aprobación de las máximas autoridades de la SEFIN, de acuerdo a lo establecido en el Plan de Financiamiento del año 2016 y en concordancia a las metas de exposición de riesgo establecidas en la Estrategia de Endeudamiento Público, se emitirán series limitadas de instrumentos de deuda interna. Así mismo las emisiones cumplirán con las mejores prácticas y características de estandarización regional (moneda nacional, renta fija, vida de mediano y largo plazo) pudiendo hacer uso en menores cantidades de instrumentos a tasa variable u indexados a la inflación.
- Las nuevas emisiones de bonos domésticos buscarán, en la medida de lo posible, mantener o mejorar los indicadores de riesgo de deuda. Estas nuevas emisiones serán coherentes con la Estrategia de Endeudamiento Público, elaborada por la DGCP, referente a la gestión del portafolio de deuda pública.

Lineamientos Gobierno Locales:

- Para cualquier requerimiento de autorización de endeudamiento externo u interno los gobiernos locales deberán presentar ante la Dirección General de Crédito Público (DGCP) toda la documentación necesaria para la realización del análisis de capacidad de endeudamiento, la cual a su vez solicitara opinión técnica a la Dirección de Política Macro Fiscal (DPMF), requisito esencial para emitir el dictamen final sobre la contratación de deuda.
- Los Gobiernos locales no podrán destinar un porcentaje superior al 20% de los ingresos ordinarios anuales de la municipalidad para el pago de empréstitos o emisión de bonos, cuando se trate de financiar obras cuya inversión no es recuperable.
- Las corporaciones municipales cuando se trate de financiamiento de obras cuya inversión sea recuperable, podrán comprometer hasta un máximo de un treinta por ciento (30%) de los fondos recibidos como transferencia por parte del Gobierno Central, para el pago de cuotas de préstamos (amortización + intereses), este lineamiento será efectivo siempre y cuando el endeudamiento no sobrepase al período de gobierno, caso contrario deberá ser aprobado por el Congreso Nacional.

Lineamientos Empresas Públicas:

- Se permite a las empresas públicas acceder a financiamiento externo e interno, según sean sus necesidades y destino del financiamiento; en ambos casos toda solicitud deberá contar con la autorización por escrito de la SEFIN; en el caso específico de endeudamiento externo se deberá seguir con todo el proceso establecido en la legislación nacional y contar con Dictamen de la Dirección Macrofiscal, Banco Central de Honduras y deberá ser aprobado por el Congreso Nacional, procurando que este nuevo endeudamiento sea adquirido preferiblemente en condiciones concesionales.
- En relación al financiamiento externo se han establecido techos máximos de desembolso para las empresas públicas que se presentan a continuación:

Resumen de desembolsos de préstamos en ejecución Cifras en millones de US\$

	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019
Total Empresas Públicas	80.8	76.9	35.9	6.7

- Respecto al financiamiento interno, las empresas públicas pueden acceder a recursos del sistema bancario nacional, preferiblemente cuando dicho financiamiento sea para apoyar el proceso de reducción de planillas, que incluye el pago de prestaciones laborales.

Lineamientos Asociaciones Público Privadas (APP):

- Una vez que un contrato sea firmado, se deberá enviar a SEFIN la información pertinente a fin de realizar el registro del mismo, para su seguimiento y evaluación a través del Comité de Registro de Pasivos Contingentes (conformado por varias dependencias de la SEFIN).
- La totalidad de compromisos firmes, catalogados como deuda o contingentes cuantificables netos de ingresos asumidos por el sector público no financiero en los contratos de la Alianza Público Privada calculados a valor presente, no podrán exceder de un máximo del 5% del PIB, respetando de igual manera todas las disposiciones presupuestarias del año 2016 referentes a las Alianzas Público Privada; esto con el propósito de cumplir con los niveles adecuados de endeudamiento. Una vez que este 5% haya sido alcanzado no se podrá seguir adquiriendo compromisos de este tipo (Artículo 26 de la Ley de APP), aunque este monto puede ser revisado cada 3 años.

ANÁLISIS DE LA CARTERA DE DEUDA PÚBLICA

Gráfico 1

El saldo de la deuda pública total del Gobierno Central a junio de 2015 se situó en US\$8,661.19 millones, incrementándose 1.11% respecto de 2014, y en 8.38% respecto de 2013, resultando en una tasa de crecimiento promedio anual de 13.03% los últimos cinco años. La deuda pública externa al cierre de junio de 2015 representa el 63%, en tanto, la deuda pública interna representa 37% del total adeudado (Gráfico 1).

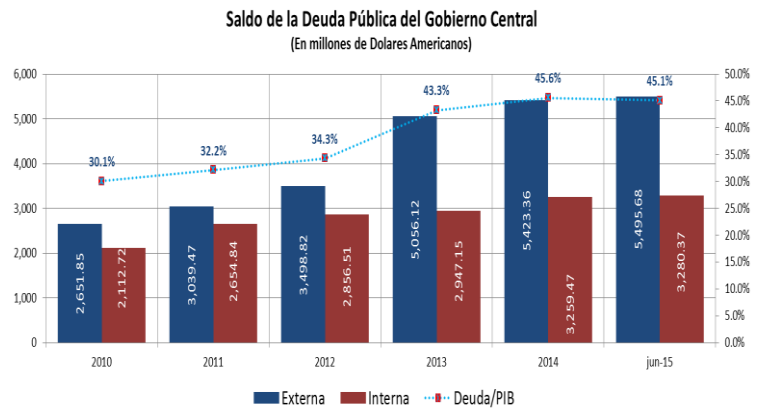
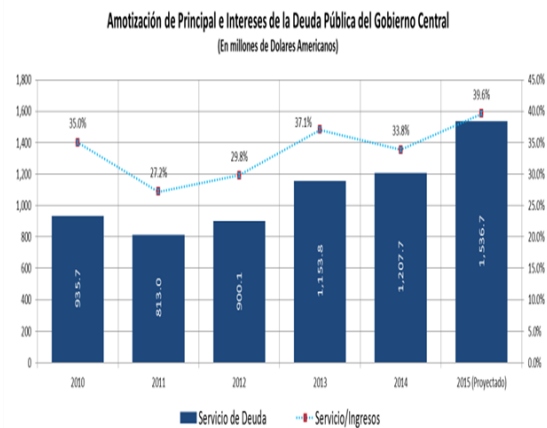


Gráfico 2

Por otro lado, al cierre del año 2015 el Gobierno Central cancelará por servicio de deuda (amortizaciones de principal e intereses y comisiones) externa e interna US\$1536.7 millones.

Del saldo de la deuda total del Gobierno Central registrado a junio de 2015, el 74% se ha contratado a tasas fijas y 26% a tasas variables. En promedio para el período 2010-2015, el 80% corresponde a tasas fijas y el 20% a tasas variables (Gráfico 3).



En términos de denominación de moneda a junio de 2015, el 63% del saldo de la deuda pública total del Gobierno Central está conformado en moneda extranjera y el restante 37% en moneda nacional. En el periodo 2010-2015, en promedio, el 61% de la deuda pública ha estado denominada en moneda extranjera y el restante 39% en moneda nacional. (Gráfico 4).

Gráfico 3

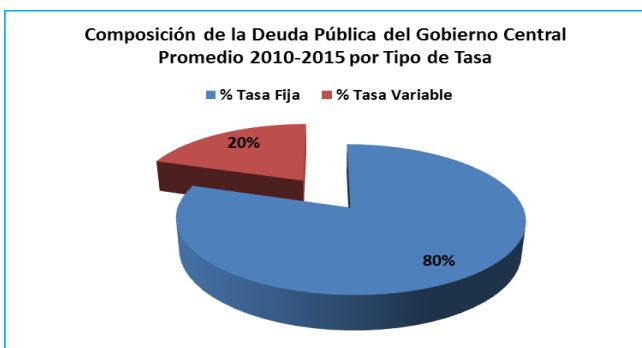
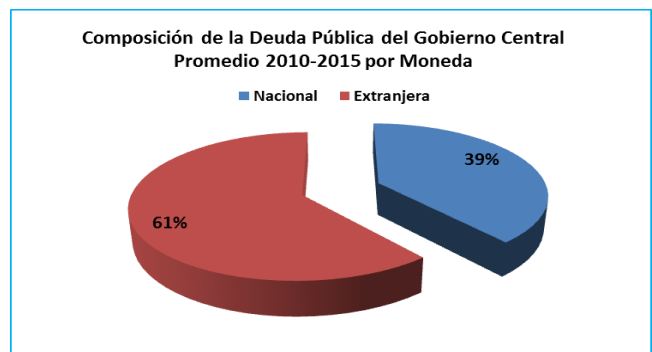
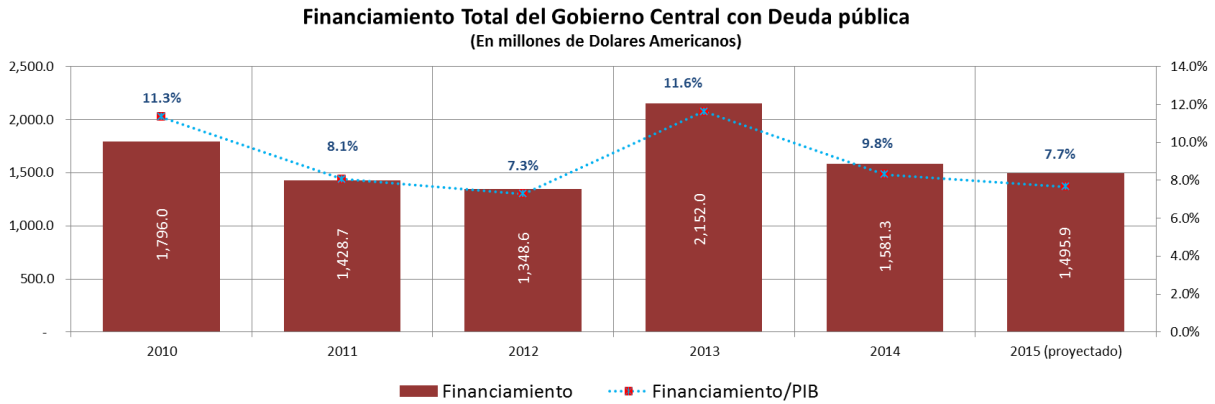


Gráfico 4



Al cierre del año 2015, se estima que se recibirán alrededor de US\$1,495.9² millones en concepto de desembolsos y colocaciones de deuda pública, mostrando una reducción en este apartado en comparación con los años 2013-2014.

Gráfico 5

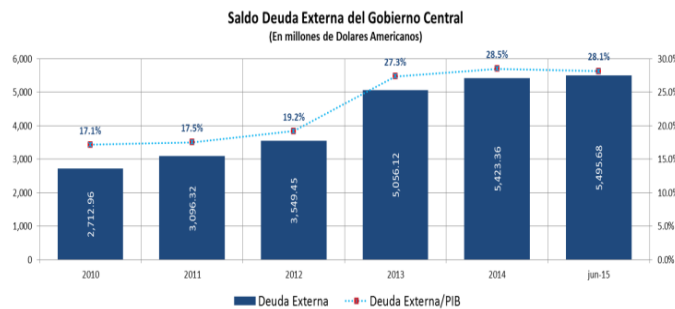


DEUDA EXTERNA

A junio de 2015, el saldo de la Deuda Externa del Gobierno Central se situó en US\$5,495.68 millones, lo que denotó un aumento del 1.3% con respecto a 2014 (US\$5,423.36 millones). En el período 2010-2015, el incremento promedio del saldo de la deuda externa fue de 16.0% anual.

En términos de acreedores, 64.0% de la deuda externa es con organismos multilaterales, 11.0% con acreedores bilaterales, 25% con instituciones comerciales y tenedores de bonos. El portafolio de deuda externa está compuesto en un 70% del saldo a tasa fija y el restante 30% a tasa variable, manteniendo un nivel de riesgo medio en términos de la volatilidad de los costos financieros de la cartera.

Gráfico 6



² Este dato no corresponde al incremento neto proyectado para 2015, dado que no considera las amortizaciones de deuda.

El comportamiento de los desembolsos de deuda externa en los últimos años ha sido creciente, principalmente en 2013, triplicándose con respecto a lo registrado en 2012 producto de la colocación de US\$1,000.0 millones en concepto de colocaciones globales para el cierre de brecha fiscal. En 2014 los desembolsos se normalizaron a los montos registrados en el periodo 2010-2013, que en promedio fueron de US\$500.0 millones. Durante el año 2015 se espera un incremento respecto al año 2014, debido principalmente a la mayor priorización y disponibilidad de recursos para impulsar proyectos que generen un crecimiento económico directo a las áreas productivas del país.

El servicio de deuda externa que será pagada por el Gobierno Central para 2015 alcanzará US\$315.8 millones, mostrando un decrecimiento de 16% con relación al año anterior. Del monto a pagar en 2015 el 40.4% corresponde a pagos de principal y el restante 59.6% al pago de intereses y comisiones.

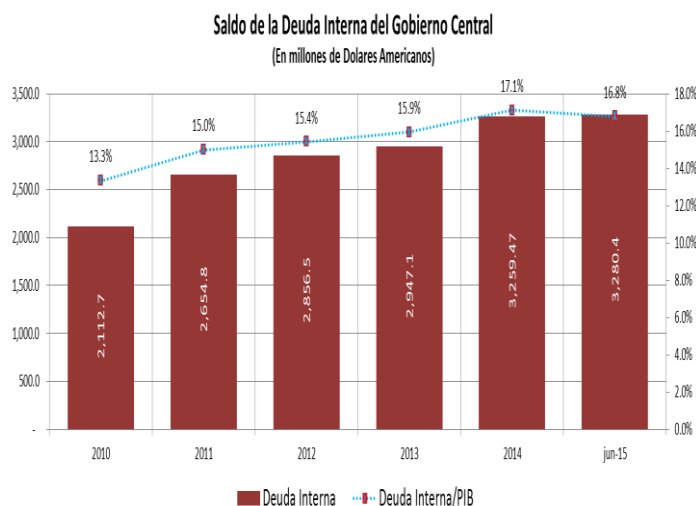
DEUDA INTERNA

El saldo de la deuda pública interna de la Administración Central al cierre de junio de 2015 representó 16.8% del PIB (13.3% en 2010). En su mayoría dicho saldo está compuesto por deuda en moneda nacional L61,584.82 millones y deuda denominada en dólares L10,272.33 millones.

En términos de composición por tipo de tasa de interés, el 79.1% de la deuda interna se ha colocado a tasas fijas, mientras que un 20.9% ha sido emitido a tasas variables; lo que indica una baja exposición a la volatilidad de la cartera por concepto de tasa de interés.

En lo que respecta a la composición por tipo de instrumentos el 92.3% de la cartera de deuda interna está constituida por deuda bonificada y el restante 7.7% por deuda no bonificada.

Gráfico 7



INDICADORES DE COSTO Y RIESGO DE LA CARTERA VIGENTE

RIESGO DE REFINANCIAMIENTO DEL GOBIERNO CENTRAL

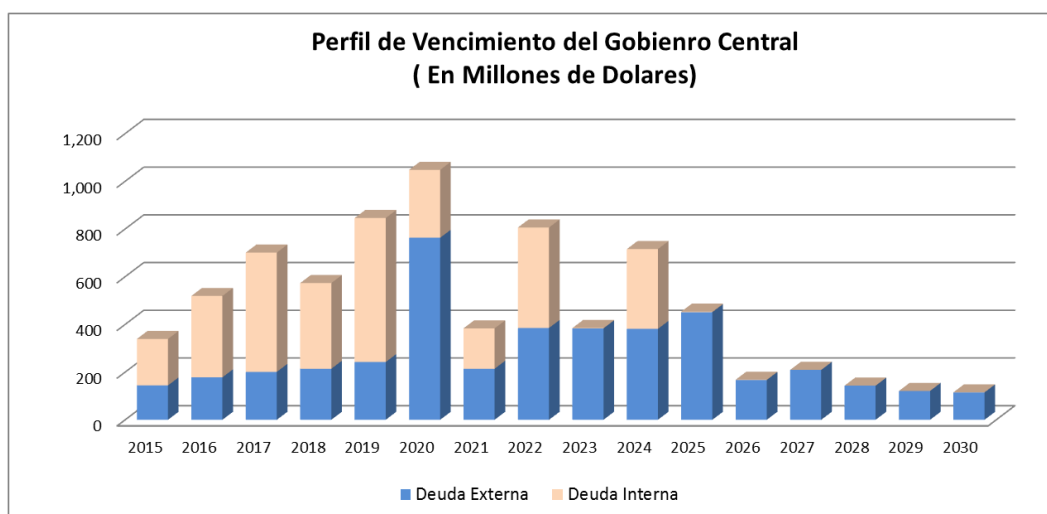
La vida promedio de la deuda pública presenta una tendencia descendente desde el año 2010, a consecuencia de la mayor acumulación de vencimientos a corto plazo, producto de la emisión de instrumentos de deuda interna cuyos plazos son ostensiblemente menores respecto a los plazos de la deuda externa. El indicador de la cartera total a junio de 2015 es de 8.53 años, en tanto que para la deuda externa alcanza a 11.58 años y en la deuda interna es de sólo 3.40 años (Cuadro 1).

A fin de monitorear los vencimientos y riesgo de refinanciamiento, además de calcular la vida promedio, la Dirección General de Crédito Público (DGCP) comenzó a darle seguimiento al porcentaje de su cartera total venciendo en 1 y 3 años. A junio de 2015 el 26.8% de la deuda pública del Gobierno Central vence en un plazo menor a 3 años, lo que implica una concentración del servicio de la deuda en el corto plazo, principalmente por los vencimientos de la deuda interna. Esta situación evidencia un riesgo de refinanciamiento sustancial, como muestra el perfil de vencimientos de la deuda pública al 15 de septiembre 2015 (Gráfico 8).

Cuadro 1
Vida Promedio de la Deuda del Gobierno Central

Deuda Gobierno Central	2010	2011	2012	2013	2014
Vida Promedio de la Cartera Total	9.69	9.23	8.98	8.52	8.57
VP Deuda Interna	3.66	3.26	3.12	2.73	3.32
Deuda Estandarizada	3.01	2.8	2.75	2.31	2.91
Deuda No Estandarizada*	6.51	5.8	5.65	6.31	6.39
VP Deuda Externa	14.37	14.35	13.72	11.89	11.58
% de Portafolio Total < 1 año	6.30%	7.10%	6.60%	9.70%	8.6%
% de Portafolio Total < 3 año	22.20%	22.60%	25.40%	28.6%	27.2%

Gráfico 8



RIESGO DE TIPO DE CAMBIO

En términos del riesgo por moneda se observa una mejora a junio 2015 en la exposición al tipo de cambio con respecto al cierre 2014, Esto derivado de una política de no emitir en moneda extranjera en el mercado doméstico y una clara confianza de los inversionistas en los instrumentos en moneda nacional. El promedio para los cinco años refleja 61% y 39% de la deuda corresponde a moneda extranjera y nacional, respectivamente, por su parte

Cuadro 2
Composición de la Deuda del Gobierno Central por Moneda

	2010	2011	2012	2013	2014	Junio-2015	Promedio
Nacional	43%	46%	43%	31%	32%	37%	39%
Extranjera	57%	54%	57%	69%	68%	63%	61%

RIESGO DE TASA DE INTERÉS

La exposición al riesgo de tasa de interés no es significativa, y se encuentra en un rango medio. El 80% de la deuda del Gobierno Central se contrató a tasa fija y 20% a tasa variable, explicado por la estructura similar que presentan tanto la deuda externa (71% fija y 29% variable) como interna (79.1% fija y 20.9% variable).

Cuadro 3
Composición de la Deuda del Gobierno Central por Tipo de Tasa

	2010	2011	2012	2013	2014	Junio-2015	Promedio
% Tasa Fija	86%	81%	79%	81%	79%	74%	80%
% Tasa Variable	14%	19%	21%	19%	21%	26%	20%

Por su parte, la tasa de interés promedio de la cartera para el endeudamiento externo es de 3.60% debido a que los créditos en mayor proporción se han suscritos en términos concesionales, mientras la deuda interna estandarizada presenta una tasa de interés promedio de 10.61%, lo cual representa una disminución de 17 puntos básicos con respecto al cierre de 2014..

ANÁLISIS DE FUENTES Y CONDICIONES DEL NUEVO FINANCIAMIENTO EXTERNO E INTERNO

E.1 EXTERNO

Para el acceso de nuevos recursos externos se ha considerado las actuales políticas de financiamiento que se tienen con los principales acreedores externos como el BID, Banco Mundial, BCIE y Bilaterales:

- La Estrategia país vigente del BID con Honduras, los recursos a los cuales tendrá acceso en el periodo 2015-2016 alcanzan un máximo de US\$366 millones, de los cuales se brinda prioridad especial a el financiamiento de Proyectos de Infraestructura Vial y las operaciones de apoyo presupuestario, de acuerdo a una composición consistente en 40% de recursos concesionales provenientes del Fondo de Operaciones Especiales (FOE) y 60% de Capital Ordinario (CO). Se asume que para periodos posteriores el acceso a estos recursos girará alrededor de una asignación bajo estas condiciones.

DIRECCIÓN GENERAL DE CRÉDITO PÚBLICO

Los recursos FOE se contratan a 40 años plazo y gracia, es decir pagaderos al final del periodo a través de un solo pago; dichos recursos devengan una tasa del 0.25% anual. Por su parte, los recursos CO, se contratan a tasa variables dependientes del comportamiento de la tasa Libor a 3 meses más un margen determinado periódicamente por el Directorio del BID; actualmente dicho margen se sitúa en 0.94% anual.

- El Banco Mundial por su parte y según información contemplada en su Estrategia de Asociación con Honduras para 2014-2017 (IDA 17), se estima contar para nuevas contrataciones un monto de US\$135.0 millones, con un plazo de 25 años, con 5 años de gracia y una tasa constituida por una comisión de servicio de 0.75% más una tasa de interés del 1.25%. Se asume que para periodos posteriores el acceso a estos recursos girará alrededor de una asignación bajo estas condiciones.
- El BCIE por su parte, y de acuerdo con la memoria anual de labores para el año 2014, las aprobaciones para Honduras durante el último quinquenio (2010–2014) fueron por el orden de US\$1,591.9 millones, lo que representa un promedio de US\$318.4 millones por año y un equivalente del 20.9% del total aprobado por el Banco en ese período. Se destaca que para el 2014 se aprobaron US\$210.8 millones para intervenciones en los sectores público y privado de los cuales US\$122.0 millones fueron destinados al sector público lo que representó un 57.9% de las aprobaciones. Para el año 2014 se resalta que las condiciones financieras a las cuales fueron suscritas las operaciones continúan otorgándose bajo la estructura de una tasa de interés variable de un 3.5% revisable trimestralmente más la tasa Libor a 6 meses con un plazo promedio de 15 años y una gracia de 3 años. Se asume que para los próximos periodos el acceso a estos recursos girará alrededor de una asignación bajo estas condiciones.
- El financiamiento bilateral contratado en el año 2014 representó el 54.6% del financiamiento externo total suscrito en ese año, mostrando una participación variada respecto a los acreedores, teniendo como principales acreedores al Exim Bank de China Taiwán con un financiamiento por un monto de US\$100.0 Millones y Credit Suisse AG con un financiamiento por un monto de US\$100.0 Millones. Para el año 2015 se contempla un financiamiento por un monto de US\$167.7 Millones bajo términos concesionales teniendo como principal acreedor a la Agencia de Cooperación Internacional del Japón (JICA) con un monto de US\$132.7 Millones y el Gobierno de Italia por un monto de US\$35.0 Millones

E.2 INTERNO

En 2016 la SEFIN continuará su política de apoyar el desarrollo del mercado de capitales doméstico mediante la emisión de títulos estandarizados en emisiones limitadas orientadas a mejorar la liquidez de los instrumentos de Gobierno. Asimismo, continuará utilizando mecanismos de mercado para la colocación de los instrumentos de acuerdo a un calendario publicado de subastas competitivas y no competitivas. La SEFIN continuará fortaleciendo la transparencia en la gestión de recursos doméstico mediante la publicación oportuna de información relevante para los inversionistas y mediante la programación de reuniones de inversionistas regulares.

En términos de riesgo, la SEFIN buscará extender la vida promedio de la deuda interna mediante la emisión de instrumentos de mediano plazo, pudiendo hacer uso de instrumentos de corto plazo

exclusivamente para atender variaciones estacionales de caja. Asimismo, se continuarán favoreciendo los instrumentos en moneda nacional a fin de reducir la exposición al riesgo por tipo de cambio y mejorar la estructura de la cartera.

Por el lado de los Institutos Públicos de Previsión, el comportamiento de los últimos años ha sido principalmente en únicamente a adquirir títulos por concepto de las obligaciones pendientes de pago por aportes patronales, y se ha disminuido su inversión por nuevos recursos.

Sin embargo, se visualiza un entorno favorable en la diversificación de sectores inversionistas interesados en bonos gubernamentales, esto como resultado de la ampliación del sistema financiero nacional debido a la incursión de los Administradores de Fondos de Pensiones Privados (AFP), los cuales administrarán e intermediarán significativos recursos de terceros que implicaría una nueva fuente de financiación potencial.

SUPUESTOS PARA LA ESTRATEGIA DE DEUDA

F.1. ESCENARIO MACROECONÓMICO

El desempeño de la economía hondureña descrito en la sección B muestra la estabilidad macroeconómica, evidenciada en el control de la inflación, la recuperación de la actividad económica, el fortalecimiento de la posición externa y fiscal.

CONTEXTO INTERNACIONAL

- El crecimiento mundial proyectado para 2015 fue revisado hacia la baja de 3.3% a 3.1% en el informe de Perspectivas de la Economía Mundial publicado por el Fondo Monetario Internacional, reflejando el débil comportamiento de la economía mundial, particularmente la de los EUA. El crecimiento global para 2016 sería de 3.6%.
- Respecto a la inflación, se ha realizado corrección a la baja en economías avanzadas y, en contraste, una leve alza en economías emergentes y en desarrollo.
- El precio internacional del petróleo continúa hacia la baja, se espera que para finales de 2015 éste se ubique en US\$51.62.
- Por su parte, para 2015 se espera una leve reducción del precio del café con respecto a 2014.

Cuadro 5: Perspectivas de la Economía Mundial

	Observado 2014	WEO Julio 2015		WEO Octubre 2015		Diferencias entre Estimaciones	
		2015	2016	2015	2016	2015	2016
PIB Mundial	3.4	3.3	3.8	3.1	3.6	-0.2	-0.2
Economías Avanzadas	1.8	2.1	2.4	2.0	2.2	-0.1	-0.2
Estados Unidos de América	2.4	2.5	3.0	2.6	2.8	0.1	-0.2
Zona Euro	0.8	1.5	1.7	1.5	1.6	0.0	-0.1
Japón	-0.1	0.8	1.2	0.6	1.0	-0.2	-0.2
Economías de Mercados Emergentes y en desarrollo	4.6	4.2	4.7	4.0	4.5	-0.2	-0.2
América Latina y el Caribe	1.3	0.5	1.7	-0.3	0.8	-0.8	-0.9
Centroamérica*	4.0	4.2	4.3	3.9	4.2	-0.3	-0.1
Índice de Precios al Consumidor							
Economías Avanzadas	1.4	0.0	1.2	0.3	1.2	0.3	0.0
Economías de Mercados Emergentes y en desarrollo	5.1	5.5	4.8	5.6	5.1	0.1	0.3
Centroamérica	3.4	n.d.	n.d.	2.1	3.0	-	-

CONTEXTO NACIONAL

Cuadro 6: Honduras - Perspectivas Macroeconómicas

Descripción	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2025	2030	2034
	Porcentaje anual de cambio, salvo otra indicación									
Producción y precios										
PIB real	2.8	3.1	3.5	3.5	3.7	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2
Inflación	4.9	5.8	4.8	5.5	5.4	5.3	5.2	5.0	5.0	5.0
Depreciación	3.2	4.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Deflactor del PIB	1.4	5.5	3.9	4.3	4.7	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
PIB (mill Lpr)	376,539.4	409,611.7	440,113.2	474,953.2	515,838.6	562,371.5	613,880.2	1,040,925.0	1,616,339.7	2,298,387.2
PIB (mill US\$)	18,498.3	19,506.2	19,939.8	20,493.6	21,197.9	22,009.6	22,881.5	28,952.2	35,224.8	41,208.1
	Porcentaje del PIB salvo otra indicación									
Sector Público										
Balance Primario AC	-5.6	-1.9	-0.9	0.1	0.7	0.8	1.0	1.1	1.1	1.0
Sector externo										
Cuenta Corriente	-9.5	-7.4	-6.5	-6.4	-6.3	-5.9	-5.6	-4.4	-4.2	-3.9
	Porcentaje anual de cambio									
Sector monetario y financiero										
Dinero en circulación	6.6	11.8	9.8							
Crédito al sector privado	11.2	10.7	11.2							
Depósitos	8.8	13.2	9.9							

El BCH anunció en la revisión del Programa Monetario 2015-2016 que se continuará señalizando las tasas de interés del mercado interbancario y de las operaciones de mercado abierto con la Tasa de Política Monetaria (TPM) que se mantendrá positiva en términos reales. La liquidez se mantendrá en niveles congruentes con el objetivo de estabilidad de precios y el fortalecimiento de la posición externa del país.

- La inflación ha mostrado una tendencia decreciente desde finales de 2014, por lo que en la revisión del Programa Monetario, el nuevo rango se prevé en 4.75% ± 1.0 pp para finales de 2015.
- El crecimiento de la producción nacional para 2015-2016 se mantendría entre un rango de 3.0% a 3.5% para ambos años, impulsado por las actividades de intermediación financiera,

agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; Transporte y Almacenamiento; Industria Manufacturera y Comercio³.

- Se estima una disminución del déficit de la cuenta corriente de la Balanza de Pagos de 6.5% del PIB en 2015 y de 6.4% en 2016; previendo una acumulación de reservas internacionales de aproximadamente US\$280.0 millones en 2015, lo que permitiría cubrir más de 3.5 meses de importaciones de bienes y servicios.
- Derivado de la política monetaria adoptada por el BCH en el sentido de reducir en febrero, marzo y julio de 2015 la TPM, misma que pasó de 7.00% a 6.25%, y de la reducción en las tasas de colocación de Letras del Banco Central de Honduras (LBCH) desde mayo del año anterior, se estima que las tasas de interés continúen su trayectoria hacia la baja y se refleje en una expansión del crédito al sector privado para el cierre de 2015.
- Con las medidas aprobadas en la Ley de Reordenamiento de las Finanzas Públicas, Control de Exoneraciones y Medidas Antievasión, el proceso de reforma y modernización del Estado y otros, se espera una reducción sustancial del déficit de la AC en el período 2015-2016 a través de la captación de mayores ingresos y la reducción de gasto corriente. Véase cuadro 7.

**Cuadro 7: Honduras – Resultado de la Administración Central 2014-16
(En porcentajes del PIB)**

Concepto	2014	2015	2016
Ingresos Totales	18.8%	18.5%	19.4%
Ingresos Tributarios	16.4%	16.7%	17.1%
Gastos Totales	23.2%	22.4%	22.9%
Gasto Corriente	18%	18.2%	17.8%
Gasto de Capital	5.2%	4.2%	5%
Balance Total	-4.4%	-3.8%	-3.5%

³ Según el Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) a agosto de 2015, la actividad económica del país registró una variación de 3.5% (2.6% en similar lapso de 2014), en línea con las estimaciones para el presente año.

F.2 DESCRIPCIÓN DE LAS ESTRATEGIAS DE FINANCIAMIENTO

El ejercicio de estrategia de financiamiento de mediano plazo, utiliza como base la Herramienta Analítica diseñada por las Instituciones de *Bretton Woods* (Banco Mundial, FMI), y considera cuatro estrategias donde se han consignado diferentes instrumentos para satisfacer las necesidades de financiamiento, y evaluar su desempeño en términos de indicadores de costo y riesgo.

Los resultados sobre la composición del financiamiento a contratar para el periodo de la Estrategia se muestran a continuación:

Cuadro 8

Porcentaje de Financiamiento 2016-2019					
Instrumento	Denominación	E1	E2	E3	E4
IDA	Moneda Extranjera	3%	3%	3%	3%
FIDA	Moneda Extranjera	1%	1%	1%	1%
Multilateral No Concesional tasa Fija	Moneda Extranjera	0%	0%	0%	0%
Multilateral No Concesional tasa Var	Moneda Extranjera	11%	11%	11%	13%
Multilateral Concesional tasa Fija	Moneda Extranjera	5%	5%	5%	6%
Multilateral Concesional tasa Var	Moneda Extranjera	8%	8%	8%	9%
Bilateral Tasa Fija	Moneda Extranjera	8%	8%	9%	9%
Bilateral Tasa Variable	Moneda Extranjera	5%	5%	5%	5%
Bono Soberano 10 años	Moneda Extranjera	0%	8%	0%	0%
Otros Privados	Moneda Extranjera	5%	5%	5%	6%
Bonos GH 3 año	Lempiras	7%	6%	0%	0%
Bonos GH 5 años	Lempiras	20%	17%	11%	0%
Bonos GH 7 años	Lempiras	18%	15%	21%	25%
Bonos GH 10 años tasa Variable	Lempiras	10%	8%	21%	25%
Externo		45%	54%	46%	50%
Interno		55%	46%	54%	50%
TOTAL		100%	100%	100%	100%

A continuación se presenta una descripción de las cuatro estrategias consideradas.

F.2.1 ESTRATEGIA 1 (REVISIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO, ESCENARIO BASE)

La Estrategia 1 contempla la situación proyectada bajo los supuestos establecidos en la Revisión del Programa Monetario 2015, y su objetivo es establecer en términos de costo y riesgo el resultado de mantener la composición del portafolio de financiamiento de acuerdo con las actuales prácticas: 65% en deuda externa y 35% en deuda interna en el periodo 2016-2019. Considera las necesidades de emisión de deuda interna y desembolsos de deuda externa contenidos en las estimaciones oficiales hasta el año 2019 y, por tanto, incluye todas las fuentes de financiamiento disponibles al momento del ejercicio.

La composición de deuda pública utilizada en la Estrategia 1 fue la siguiente:

Cuadro 9

Estrategia 1: Composición de Portafolio

Objetivo Operativo para establecer la distribución entre deuda interna y externa

Financiamiento Externo Bruto (millones, USD)	632	421	561	533	589
--	-----	-----	-----	-----	-----

Instrumento Representativo	2015	2016	2017	2018	2019
IDA	14%	10%	4%	2%	1%
AfDF	1%	1%	1%	2%	1%
Multi_FIX_LCONC	0%	0%	0%	0%	0%
Multi_Var_LCONC	12%	39%	32%	36%	9%
Multi_FIX_CONC	15%	10%	14%	11%	8%
Multi_Var_CONC	23%	15%	22%	17%	12%
Bilat_FIX	26%	6%	6%	16%	30%
Bilat_VAR	1%	5%	9%	10%	24%
10Yr	0%	0%	0%	0%	0%
Privados Var.	8%	15%	12%	5%	16%
3yr DOM_FIX	13%	13%	13%	13%	13%
5yr DOM_FIX	36%	36%	36%	36%	36%
7yr DOM_FIX	33%	33%	33%	33%	33%
10yr DOM_VAR	18%	18%	18%	18%	18%
Total Deuda Externa	100%	100%	100%	100%	100%
Total Deuda Interna	100%	100%	100%	100%	100%

Deuda Externa

- Se considera la deuda contratada y no desembolsada –que alcanzaba US\$1,258 millones para el período 2015-2016,- como punto de partida de la programación de desembolsos, los mismos que alcanzan los siguientes montos para el período 2015-2019:

Cuadro 10

	2015	2016	2017	2018	2019
Desembolsos Externos (Millones de USD)	632	421	561	533	589

En el periodo 2020-2035, se asume un nivel de desembolsos de USD500 millones, en promedio.

Se asume que los recursos seguirán proviniendo principalmente del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) y Banco Mundial y, en menor cuantía, de acreedores bilaterales como Austria, KFW, China (Taiwán) e India entre otros. Las condiciones financieras, se suponen invariables respecto a las observadas en los últimos desembolsos de cada acreedor.

Deuda Interna

- Las necesidades de colocaciones internas surgen como resultado de la brecha remanente por financiar, una vez considerados los desembolsos.

- También se consideran emisiones de bonos para la recapitalización del BCH, por un monto aproximado de 3,000 millones de lempiras para el periodo 2015-2020.

Así, la proyección de emisiones de bonos asume los siguientes niveles:

Cuadro 11

	2015	2016	2017	2018	2019
Emisiones de Bonos (Millones de Lempiras)	19,484	18,532	17,643	16,306	22,215

En el periodo 2020-2035, se asume un nivel de emisiones de bonos igual al valor de los vencimientos, de manera que el financiamiento neto es igual a cero.

Se asume que las colocaciones nuevas se realizaran a plazo de 3,5,7 y 10 años con tasas de interés para los instrumentos de tasa fija de entre 9% a 10.75% y para el instrumento de tasa variable conformada por el IPC más un spread del 4.5%.

F.2.2 ESTRATEGIA 2 (EMISIÓN DE BONO GLOBAL 2017)

La composición de deuda pública utilizada en la Estrategia 2 fue la siguiente:

Cuadro 12

Estrategia 2: Composición de Portafolio

Objetivo Operativo para establecer la distribución entre deuda interna y externa

Financiamiento Externo Bruto (millones, USD)	632	421	1,061	533	589
--	-----	-----	-------	-----	-----

Instrumento Representativo	2015	2016	2017	2018	2019
IDA	14%	10%	2%	2%	1%
AfDF	1%	1%	1%	2%	1%
Multi_FIX_LCONC	0%	0%	0%	0%	0%
Multi_Var_LCONC	12%	39%	17%	36%	9%
Multi_FIX_CONC	15%	10%	8%	11%	8%
Multi_Var_CONC	23%	15%	11%	17%	12%
Bilat_FIX	26%	6%	3%	16%	30%
Bilat_VAR	1%	5%	5%	10%	24%
10Yr	0%	0%	47%	0%	0%
Privados Var.	8%	15%	6%	5%	16%
3yr DOM_FIX	13%	13%	13%	13%	13%
5yr DOM_FIX	36%	36%	36%	36%	36%
7yr DOM_FIX	33%	33%	33%	33%	33%
10yr DOM_VAR	18%	18%	18%	18%	18%
Total Deuda Externa	100%	100%	100%	100%	100%
Total Deuda Interna	100%	100%	100%	100%	100%

Deuda Externa

- Para el año 2016 se asume el mismo monto de desembolso que la estrategia 1, ya para el año 2017 se plantea la emisión de un Bono Global por un monto de USD500 millones a un

plazo de 10 años y tasa de 7%, amortizable los últimos tres años (*soft-bullet*), destinado a financiar el cierre de brecha, de manera de limitar las emisiones de bonos domésticos en ese año.

- Para los años 2017-2034 asume el mismo nivel de desembolsos de deuda externa que el escenario base.

Deuda Interna

- Las emisiones de bonos se plantean en montos inferiores al escenario base, considerando una mejoría en la calificación de riesgo país lo que presume mejores condiciones en el mercado internacional, lo que limita la emisión en el mercado doméstico.
- Así, los supuestos de emisión de bonos son los siguientes:

Cuadro 13

	2015	2016	2017	2018	2019
Emisiones de Bonos (Millones de Lempiras)	19,484	18,532	4,923	15,991	21,914

En el periodo 2020-2035, se asume un nivel de emisiones de bonos igual al valor de los vencimientos, de manera que el financiamiento neto es igual a cero.

F.2.3 ESTRATEGIA 3 (COLOCACIONES DEUDA INTERNA A MÁS LARGO PLAZO)

La composición de deuda pública utilizada en la Estrategia 3 fue la siguiente:

Cuadro 14

Estrategia 3: Composición de Portafolio

Objetivo Operativo para establecer la distribución entre deuda interna y externa

Financiamiento Externo Bruto (millones, USD)	632	421	561	533	589
--	-----	-----	-----	-----	-----

Instrumento Representativo	2015	2016	2017	2018	2019
IDA	14%	10%	4%	2%	1%
AfDF	1%	1%	1%	2%	1%
Multi_FIX_LCONC	0%	0%	0%	0%	0%
Multi_Var_LCONC	12%	39%	32%	36%	9%
Multi_FIX_CONC	15%	10%	14%	11%	8%
Multi_Var_CONC	23%	15%	22%	17%	12%
BiIat_FIX	26%	6%	6%	16%	30%
BiIat_VAR	1%	5%	9%	10%	24%
10Yr	0%	0%	0%	0%	0%
Privados Var.	8%	15%	12%	5%	16%
3yr DOM_FIX	0%	0%	0%	0%	0%
5yr DOM_FIX	20%	20%	20%	20%	20%
7yr DOM_FIX	40%	40%	40%	40%	40%
10yr DOM_VAR	40%	40%	40%	40%	40%
Total Deuda Externa	100%	100%	100%	100%	100%
Total Deuda Interna	100%	100%	100%	100%	100%

Deuda Externa

- Asume el mismo nivel de desembolsos que el escenario base.

Deuda Interna

- Asume una diversificación de la estructura de colocación de títulos de la deuda interna, a plazos de 5, 7 y 10 años, pero propiciando una mayor concentración de emisiones a los plazos de 7 y 10 años, manteniendo el supuesto de financiar el remanente de la brecha presupuestaria que no será cubierta con deuda externa.
- Para el periodo 2020-2035, se asume un nivel de emisiones de bonos igual al valor de los vencimientos, de manera que el financiamiento neto es igual a cero.

Cuadro 15

	2015	2016	2017	2018	2019
Emisiones de Bonos (Millones de Lempiras)	16,081	18,515	17,591	15,078	19,636

F.2.4 ESTRATEGIA 4 (MENOR UTILIZACION DE DEUDA INTERNA)

La composición de deuda pública utilizada en la Estrategia 4 fue la siguiente:

Cuadro 16

Estrategia 4: Composición de Portafolio

Objetivo Operativo para establecer la distribución entre deuda interna y externa

Financiamiento Interno Neto (millones, moneda local)	6,000.00	6,000.00	6,000.00	6,000.00	6,000.00
--	----------	----------	----------	----------	----------

Instrumento Representativo	2015	2016	2017	2018	2019
IDA	14%	10%	4%	2%	1%
	1%	1%	1%	2%	1%
Multi_FIX_LCONC	0%	0%	0%	0%	0%
Multi_Var_LCONC	12%	39%	32%	36%	9%
Multi_FIX_CONC	15%	10%	14%	11%	8%
Multi_Var_CONC	23%	15%	22%	17%	12%
Bilat_FIX	26%	6%	6%	16%	30%
Bilat_VAR	1%	5%	9%	10%	24%
10Yr	0%	0%	0%	0%	0%
Privados Var.	8%	15%	12%	5%	16%
3yr DOM_FIX	0%	0%	0%	0%	0%
5yr DOM_FIX	0%	0%	0%	0%	0%
7yr DOM_FIX	50%	50%	50%	50%	50%
10yr DOM_VAR	50%	50%	50%	50%	50%
Total Deuda Externa	100%	100%	100%	100%	100%
Total Deuda Interna	100%	100%	100%	100%	100%

Deuda Externa

- Este escenario considera que los recursos externos financiarán el remanente de la brecha de financiamiento que no ha sido cubierta por emisiones de deuda interna. Así, el nivel de desembolsos proyectado para el periodo 2015-2019 es:

Cuadro 17

	2015	2016	2017	2018	2019
Desembolsos Externos (Millones de USD)	632	632	575	567	589

En el periodo 2020-2035, se asume un nivel de desembolsos igual al escenario base.

Deuda Interna

- Las colocaciones de Bonos en el mercado Interno planteadas en el escenario 1, resumen un reto evidente respecto a la capacidad de absorción por parte del sistema financiero y los institutos de pensiones. En este marco, el Escenario 4 asume límites a las emisiones de deuda interna, considerando la estructura del mercado local de bonos y estimaciones sobre la liquidez del sistema financiero y los institutos de pensiones.
 - Se asume un refinanciamiento de los vencimientos totales durante el periodo 2015-2019.
 - Nuevas emisiones en base al comportamiento observado en los últimos años en el mercado interno por tenedor reflejando un promedio total de L6,493.4 millones en el periodo 2015-2019.
 - En el periodo 2020-2034, se asume un nivel de emisiones de bonos igual al valor de los vencimientos, de manera que el financiamiento neto es igual a cero.

PRINCIPALES RIESGOS DEL ESCENARIO BASE

Las proyecciones macroeconómicas para el análisis de sostenibilidad y la estrategia de financiamiento no están exentas de riesgos. A continuación se detallan los riesgos más relevantes vinculados a las estimaciones del sector real, balanza de pagos, fiscal y monetario financiero:

- **Sector real**

Desde la perspectiva del sector real, los principales riesgos para el crecimiento económico están asociados a tener que ver con factores exógenos como la evolución futura de las economías de los Estados Unidos de América (EUA) y Zona Euro, así como condiciones climáticas desfavorables y surgimiento de plagas (en el caso del café la roya), choques que impactarían en la actividad económica hondureña como el cambio climático y el surgimiento de plagas que afecten a los cultivos, así como el comportamiento futuro de las economías de los Estados Unidos y Europa que

podría afectar a la demanda de algunos bienes relevantes en la actividad económica hondureña. El fenómeno del niño y menores tasas de crecimiento de las economías avanzadas, son ejemplo de ellos. . Sobre lo último, Cabe mencionar, que el informe del World Economic Outlook (WEO por sus siglas en inglés), publicado por el FMI en octubre de 2015, la perspectiva de crecimiento para EUA se revisó levemente al alza para 2015 y de la Zona Euro se mantuvo, no obstante el crecimiento económico a nivel mundial se revisó a la baja explicado principalmente por el menor crecimiento de Japón y de las economías emergentes y en desarrollo recuperación de la economía mundial se mantiene aunque sufrió revisiones a la baja.

Otro factor importante en el desempeño de la economía es la inversión, por lo que se deben acotar los factores que podrían inhibir la inversión pública y privada.

Sin embargo, los riesgos en este ámbito son bajos tomando en cuenta que la proyección de crecimiento de Honduras es conservadora. En efecto, el crecimiento promedio proyectado para el período 2014-2018 es superior a 3% y para el periodo 2019-2034 alrededor de 4.0%, en tanto que entre 2004-2013 el crecimiento promedio fue de 4.1%.

- **Balanza de Pagos**

Honduras es vulnerable al desempeño de la economía mundial, en particular de las economías avanzadas que constituyen el principal destino de las exportaciones y el origen de las remesas de trabajadores. En efecto, Estados Unidos y Europa representan dos tercios de las exportaciones y tienen preponderancia en las remesas de trabajadores. Por tanto el deterioro de estas economías puede implicar riesgos de caídas en los términos de intercambio y remesas, de tal forma que menores precios internacionales de los principales productos de exportación, especialmente café y banano, así como un incremento en los precios de los combustibles ocasionarían un deterioro en el déficit de la cuenta corriente.

En el caso de Estados Unidos se espera un crecimiento de 2.6%, superior que el 2.4% alcanzado en 2014. Lo anterior se explica, por el dinamismo observado en la economía Norteamérica al segundo trimestre del presente año. En cuanto a la zona del Euro, se mantiene la proyección de un mayor crecimiento (1.5% para 2015).

Desde la perspectiva financiera, un período de menor liquidez mundial podría implicar tasas de interés más altas y salidas de capitales de la región, con los consecuentes impactos en la inversión y en los mercados cambiarios. Las alzas en las tasas de largo plazo ya se han observado de manera gradual y las perspectivas actuales son que la política monetaria de Estados Unidos permanecerá acomodaticia con tasas de interés cerca de cero posiblemente hasta después de la mitad de 2015.

- **Sector fiscal**

Las medidas recientemente aprobadas para mejorar las recaudaciones y reducir los gastos del sector público, de acuerdo con las proyecciones, permitirían una reducción del déficit de la AC de 4.4% del PIB en 2014 a 3.8% del PIB en 2015 y a 3.2% del PIB en 2016. Estos cambios son sustanciales y determinantes para una trayectoria sostenible de la deuda pública.

El riesgo en este ámbito es que el rendimiento de las medidas no se concrete en la magnitud estimada, lo que tiene que ver no sólo con la voluntad de las autoridades. En este sentido, el

principal riesgo inmerso en la evolución de la deuda pública tiene que ver con la concreción del impacto estimado de las medidas señalada que implica, en dos años, reducir el déficit de la AC a menos de la mitad y el déficit primario en 4.5% del PIB.

Por otra parte, el análisis se realizó a nivel de la AC por lo que no se consideraron resultados importantes de otras instituciones públicas que pueden implicar presiones adicionales en las condiciones financieras de la AC. Existen pasivos contingentes vinculados a las Asociaciones Público-Privadas (APP) y las operaciones de la ENEE, entre otros.

En este sentido, el nivel de riesgo en este ámbito es medio ya que en contraste a los problemas señalados, está la firme decisión de las autoridades de avanzar en soluciones sostenibles, tarea que ya se ha iniciado. Al respecto, será determinante avanzar en el establecimiento de mecanismos institucionales (coordinación entre el ejecutivo y legislativo) que garanticen una efectiva disciplina fiscal.

○ **Sector monetario – financiero**

La inflación se ha mantenido controlada y las perspectivas de un descenso en los precios de los combustibles se han evidenciado podrían traducirse en menores presiones inflacionarias internas durante 2014-2015, a pesar de salvo del efecto inmediato en los precios de las reformas tributarias que se trata de un cambio de precios relativos más que de inflación.

El circulante y los agregados monetarios presentan crecimientos moderados que no entrañan riesgos de exceso de dinero que pueda generar presiones inflacionarias adicionales. Sin embargo, es importante mantener la complementariedad adecuada con la política fiscal, evitando generar excesos de liquidez que resulten en presiones inflacionarias o reducciones de liquidez muy pronunciadas que pueda elevar la tasa de interés a niveles excesivos con efectos no deseados en el costo de financiamiento del gobierno y en la actividad económica.

Cuadro 18

Matriz de Costos y Riesgos

Factores Macroeconómicos	Exposición al Riesgo	Implicación para la Gestión de la Deuda
<p>Sector Real</p> <p>Fenómenos naturales que afecten a la oferta y desaceleración de las economías de los principales socios comerciales de Honduras con implicaciones en la demanda</p>	<p>Bajo</p>	<p>Afecta al clima de la economía en general y dificulta el acceso al financiamiento. Deteriora los ratios de deuda respecto al PIB.</p>
<p>Balanza de Pagos</p> <p>Desaceleración de Estados Unidos y la Zona del Euro con impactos negativos en las exportaciones y remesas de trabajadores. Tasas</p>	<p>Medio</p>	<p>Menor liquidez en moneda extranjera y costos más altos del financiamiento externo dificulta el</p>

<p>de interés internacionales interés internacional más altas y salidas de capitales de la región, con los consecuentes impactos en la inversión y en los mercados cambiarios.</p>		<p>servicio de deuda externa y el acceso a mercados internacionales de capital. Asimismo, los indicadores de solvencia y liquidez que incluyen a las remesas, pueden verse deteriorados.</p>
<p>Sector Fiscal</p> <p>La concreción de los rendimientos de las medidas fiscales en la magnitud estimada es determinante para una reducción sostenible del déficit fiscal. Otros pasivos del resto del sector público constituyen también riesgos al escenario base.</p>	<p>Medio</p>	<p>Menores ingresos fiscales determinan la necesidad de mayor financiamiento y también mayores dificultades para el acceso, tanto en el ámbito interno como externo. Considerando los actuales niveles de endeudamiento, lo anterior daría lugar a una brecha cuyo financiamiento implicaría costos económicos y financieros elevados.</p>
<p>Sector Monetario</p> <p>Riesgos de inflación o, por el otro lado, niveles excesivamente bajos de liquidez interna y tasas de interés de títulos de regulación monetaria excesivamente altas tienen impacto negativo en el desempeño de la economía y en el financiamiento al sector público. La presencia de Bonos Encajables introduce otra distorsión.</p>	<p>Bajo</p>	<p>Aumento de la inflación y de las tasas de interés de otros instrumentos puede reducir la demanda de Bonos del gobierno. La presencia de Bonos Encajables puede dar una percepción de políticas compulsivas para la compra de bonos del Gobierno.</p>

ANÁLISIS DE COSTO Y RIESGO DE LAS ESTRATEGIAS DE FINANCIAMIENTO

H.1 RIESGO DE MERCADO

El diseño de las estrategias de financiamiento para el periodo 2015-2019 ha considerado diferentes estrategias tomando en cuenta los retos que enfrenta la gestión de la deuda pública en Honduras.

Cuadro 19. Indicadores de Costo y Riesgo

INDICADORES DE RIESGO		2015	Finales de 2019			
		Actual	Estrategia 1	Estrategia 2	Estrategia 3	Estrategia 4
Deuda Nominal (% PIB)		44.9	50.8	50.9	50.7	50.7
Valor Presente de Deuda (%PIB)		40.2	43.4	41.4	43.4	43.2
Tasa de Interes Implícita (%)		3.1	5.9	5.8	5.8	5.7
Riesgo de Refinanciamiento	Tiempo promedio al vencimiento (TPV) Deuda Externa (a)	11.6	13.8	13.6	13.8	14.3
	TPV Deuda Interna (años)	3.4	6.1	6.2	7.1	7.2
	TPV Deuda Total (años)	8.5	10.9	11.0	11.4	12.2
Riesgo de Tasa de Interes	Tiempo Promedio de Refijación (TPR) (años)	7.8	7.6	7.8	7.5	7.8
	Deuda a Refijar en 1 año (% de la deuda total)	17.6	37.6	36.2	41.8	44.4
	Deuda a Tasa Fija (% de la deuda total)	74.0	72.2	73.1	66.8	63.7
Riesgo de Tipo de Cambio	Deuda en moneda extranjera (% del total)	63.4	65.8	70.2	65.9	67.6
	Deuda Externa de corto plazo a vencer en 1 año (% reser	3.9	16.0	16.0	16.0	16.1

Toda vez que la simulación de estrategias considera el mismo escenario macroeconómico y, por tanto, las mismas necesidades de financiamiento del presupuesto para el periodo 2015-2019, los niveles a los cuales se incrementa la deuda pública como porcentaje del PIB al año 2019 son relativamente similares en todas las estrategias. No obstante, los resultados en términos de riesgo de refinanciamiento, tasa de interés y tipo de cambio presentan diferencias emergentes de los diferentes portafolios asumidos en las estrategias.

H.2 RIESGO DE REFINANCIAMIENTO

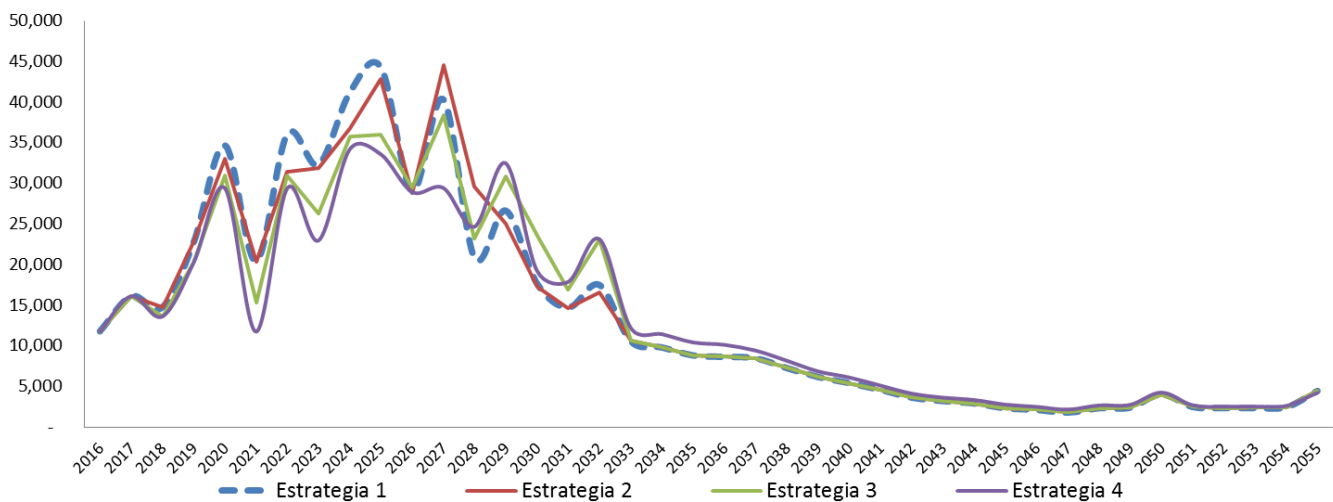
El riesgo de refinanciamiento señala el peligro de que la cartera de deuda pública pueda ser renovada a un costo inusualmente elevado o, en casos extremos, no ser renovada. La exposición a este riesgo está dada por el perfil de vencimientos del portafolio de deuda. Así, a menor plazo para el vencimiento del portafolio, mayor exposición al riesgo de refinanciamiento.

- Las cuatro estrategias simuladas presentan resultados que varían en términos de la vida promedio de la cartera de deuda total, en un rango entre 10 y 12.2 años. La Estrategia 4 - que considera las mayores contrataciones de deuda externa respecto a las demás estrategias - da como resultado la mayor vida promedio del portafolio de 12.2 años,

seguida por la estrategia 2 y 3 con 11 y 10.4 años respectivamente. La Estrategia 1, que representa la situación del Programa Monetario presenta la menor vida promedio de la cartera considerando los supuestos de emisiones de deuda interna a 3,5,7 y 10 años para financiar la brecha de financiamiento residual, una vez considerados los desembolsos de la deuda externa.

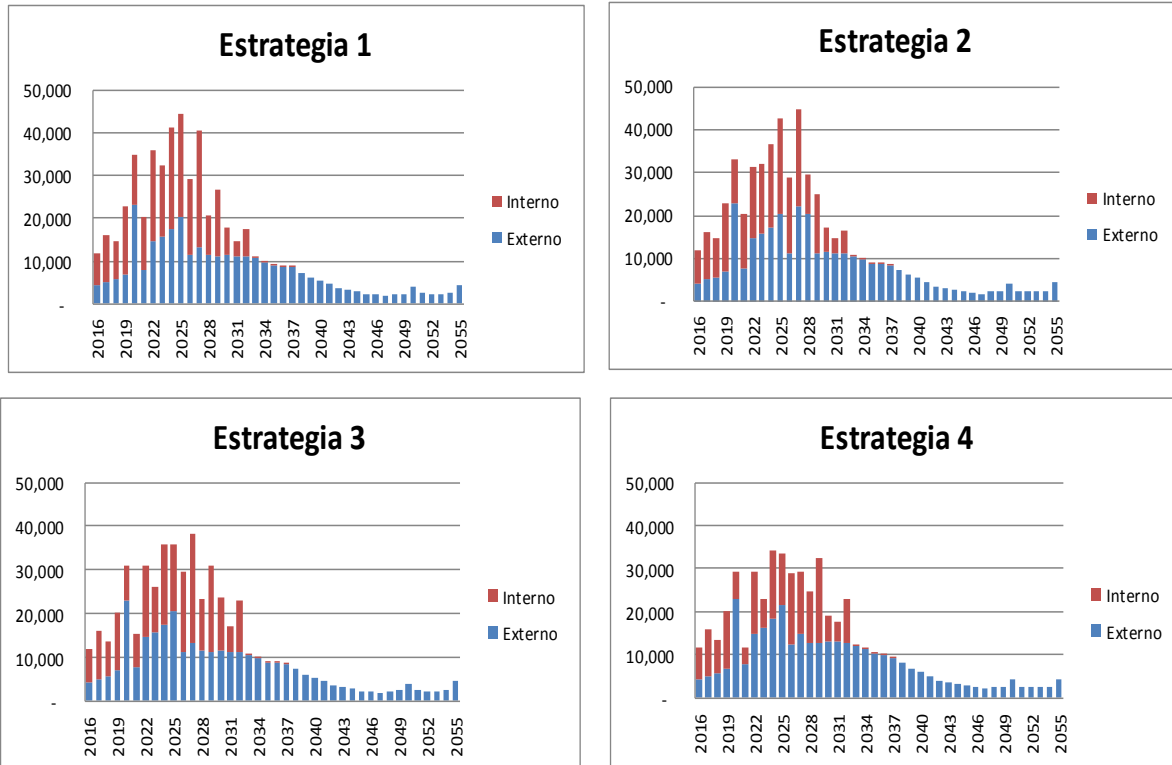
- Por tanto, la Estrategia 4 permitiría el alargamiento de los vencimientos del portafolio de la deuda. A continuación se presenta una comparación de la evolución de las amortizaciones en las 4 estrategias, tanto en términos comparativos entre deuda externa e interna (Gráfico 13) como en términos totales (Gráfico 14).
- Cabe resaltar el hecho que las 4 estrategias planteadas logran mejorar el riesgo de refinanciamiento, producto del plan de reperfilamiento de deuda recientemente aplicado y la utilización de instrumentos de deuda interna de mayor plazo lo que propiciara un alargamiento del perfil de vencimiento y por consiguiente una mejora en este indicador de riesgo de la cartera de deuda pública.

Gráfico 9. Comparativa de Proyección de amortizaciones de capital de la deuda pública total considerando la aplicación de las cuatro Estrategias



(En millones de lempiras)

Gráfico 10. Proyección de Amortizaciones de deuda externa e interna
(En millones de lempiras)



H.3 RIESGO DE TASA DE INTERÉS

El riesgo de tasa de interés se refiere al efecto de los cambios en las tasas de interés sobre el costo del servicio de la deuda. Tanto para la deuda interna como externa, los cambios en las tasas de interés afectan los costos del servicio de la deuda para los nuevos financiamientos cuando se refinancia la deuda a tasa fija y, en los casos de tasa variable, a partir de las fechas de reajuste de dicha tasa.

- Para evaluar este riesgo se utilizó el indicador tiempo promedio para la refijación (TPR, por sus siglas en inglés), el cual en el año base 2015 partió de 7.8 años.
- Se observa un leve deterioro de este indicador para dos de las cuatro estrategias y las otras dos se mantienen invariables al año base, pero a pesar que las estrategia 1 y 3 muestran un caída, este caída no es tan significativa, lo que se explica por la aplicación del plan de financiamiento y reperfilamiento del año 2015, lo que aunado a la baja de tasas de interés de los instrumentos de deuda interna ha originado una sustentabilidad de costos financieros para el país.

Las Estrategias 2 y 4 son las que presentan un mejor perfil del indicador TPR que llega a 7.8 para finales de 2019, debido a que considera mayor emisión de deuda externa, aunado a un alargamiento del plazo de vencimiento de los instrumentos de deuda interna

En cuanto al indicador de refijación de tasas de interés en un año (como porcentaje de la cartera total de deuda) se encontró que éste indicador si muestra un deterioro significativo con respecto al punto de partida de 2015. En promedio este indicador registra un deterioro de 22.4% para todas las estrategias, siendo la Estrategia 2 la que registra un menor deterioro alcanzando 36.2% a finales del 2019. La Estrategia 4 es la que presenta el mayor incremento de este indicador que alcanza 44.4% en 2019. Pero es importante resaltar el hecho que las cuatro Estrategias denotan un riesgo medio de la cartera de deuda pública sujeta a la refijación de tasas de interés (deuda a tasa variable y deuda a tasa fija que vence en los próximos 12 meses), el incremento en este riesgo se debe a la mayor contratación/colocación de deuda pública a tasa variable producto de la escases de recursos concesionales a tasas fijas y el mayor apetito de los inversionistas por instrumentos de gobierno a tasas variable.

El indicador de deuda a tasa fija muestra un desmejoramiento en las 4 Estrategias, producto de la mayor utilización de deuda e instrumentos de tasas variables pero sin llegar a representar un riesgo alto para la cartera de deuda pública. A pesar de lo descrito anteriormente las estrategias 1 y 2 denotan valores por encima del 70% lo que denota un riesgo medio-bajo para la cartera de deuda de Honduras. La Estrategia que presenta el mayor componente de tasa de interés fija es la Estrategia 2 que considera la emisión de un bono soberano en 2017 por US\$500 millones, en tanto que la Estrategia 4 presenta el menor componente de tasa fija que alcanza un valor de 63.7% en 2019, siendo que es la que considera mayor financiamiento externo y, consecuentemente, el mayor nivel de deuda a tasas variables.

H.4 RIESGO CAMBIARIO

El riesgo cambiario se refiere a la exposición de la cartera de deuda pública ante variaciones en la cotización de las monedas externas de denominación del 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.

La Estrategias 1 (Programa Monetario) y Estrategia 3 presentan la menor exposición al riesgo cambiario (65.8% del total de la deuda en 2019) dado que consideran el mismo nivel de desembolsos y colocaciones de deuda externa e interna para el periodo de análisis, en este sentido y a pesar que muestran los porcentajes más bajos riesgo de este indicador, se observa que si existe un riesgo medio-alto dado la exposición a contratación de deuda en moneda extranjera lo que de producirse una devaluación acelerada del Lempira con relación a monedas extrajeras ocasionaría un perjuicio económico al país, puesto los recursos utilizados para el pago de la deuda en moneda extranjera provienen de las recaudaciones que se obtienen en moneda doméstica.

Por su parte, la Estrategia 2 es la que presenta la mayor exposición a las variaciones del tipo de cambio (70.2% del total de la deuda en 2018), donde la misma contempla los mayores niveles de desembolsos de deuda externa y la emisión de un Bono Global en el año 2017 lo que conlleva a una exposición mayor al riesgo de tipo de cambio.

H.5 ANÁLISIS DE COSTO Y RIESGO

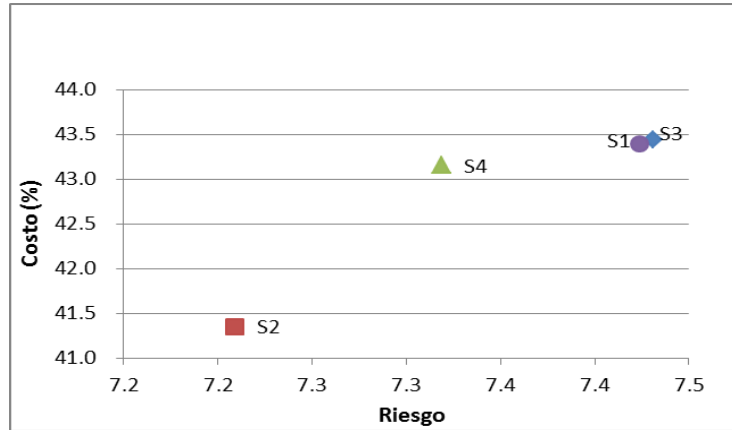
En el contexto de deuda pública, el riesgo se asocia con la posibilidad de que el costo del servicio de la deuda pública varíe respecto de su valor esperado, ante cambios en variables de mercado: tipo de cambio y tasas de interés.

En el marco de la herramienta analítica utilizada en el ejercicio, las cuatro estrategias diseñadas están sujetas a variaciones determinísticas de manera 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 (2016), retornando a la tasa de 5% en adelante.
- Shock de tipo de cambio 2: Depreciación de 30% en el año 2 de la proyección (2016), 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) en todos los años de la proyección y dos 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 interno a mayor costo. Asume un incremento en dos puntos porcentuales para el caso de instrumentos de deuda emitidos en el mercado interno, respecto a los supuestos del escenario base.

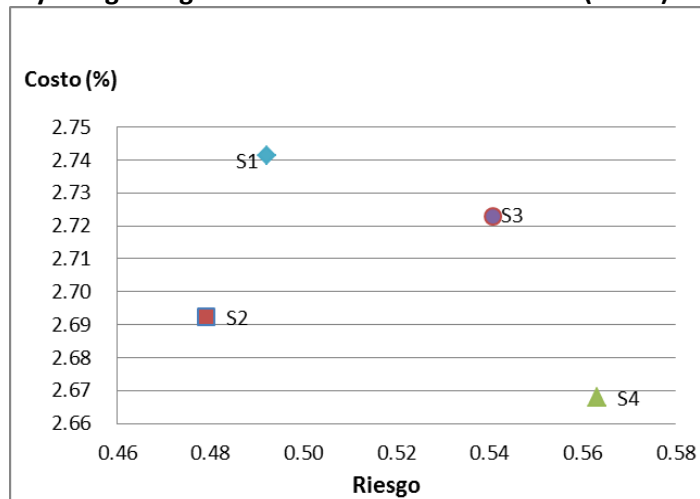
Sobre la base de las estrategias establecidas y la combinación de shocks en las variables de mercado, a continuación se presentan los resultados respecto a costo y riesgo de manera comparativa para las estrategias de financiamiento:

Gráfico 11 **Costo y Riesgo: Valor Presente de la Deuda/PIB a finales de 2019**



- Al realizar el análisis de costo/riesgo de cada una de las estrategia simuladas, se observa que la estrategia 1 (Programa Monetario) y la Estrategia 3 (que considera la brecha de financiamiento del Escenario 1 pero contempla una distribución de instrumentos de deuda interna de 3,5,7 y 10 años) resultan ser las de mayor costo y riesgo en términos del indicador Valor Presente de la Deuda respecto del PIB medido a finales de 2019, debido a la mayor utilización de endeudamiento externo e interno a tasa variable lo que precionaria las arcas del estado por una subida abrupta de las tasa de interés en el mediano plazo. Así, el valor actual de la deuda pública como porcentaje del PIB alcanzaría 43.4% tanto en el caso de la Estrategia 1 como en la Estrategia 3, donde en términos de riesgo, la Estrategia 3 presentaría la mayor variación en el servicio de la deuda.
- La Estrategia 2 (emisión de un bono soberano en 2017) es la opción menos costosa y riesgosa en términos de acumulación de deuda.

Gráfico 12
Costo y Riesgo: Pago de Intereses a finales de 2019 (% PIB)



- Las cuatro estrategias muestran resultados en el rango de 2.67% y 2.74% para finales de 2019 en cuanto a pago de intereses como porcentaje del PIB. La Estrategia 1 se plantea

como la más costosa en términos monetarios pero a su vez la menos riesgosa para la cartera de deuda de Honduras.

- Por su parte, la Estrategia 4 (que limita las emisiones de deuda interna), presenta el menor nivel de costo de todas las estrategias medido a finales de 2019, aunque no necesariamente representa la Estrategia con el menor riesgo, dado la mayor utilización de endeudamiento externo para cierre de brecha fiscal.

Cabe la pena resaltar el hecho que la Estrategia 4 refleja quizá una opción más realista para la gestión de la deuda pública interna, considerando la situación del mercado de deuda interna en Honduras y los retos que presenta la colocación excesiva de bonos del Gobierno muy por encima de los actuales niveles de tenencia, que no sean acompañados por similares incrementos en la disponibilidad/disposición por parte del sistema financiero para la inversión en títulos públicos.

CONSIDERACIONES FINALES

Después de realizar las simulaciones en la herramienta analítica de la Estrategia de Deuda de Mediano Plazo (mediante la utilización del MTDS por sus siglas en Inglés) y analizar los resultados de las cuatro estrategias planteadas, se determinó los siguientes objetivos de mediano plazo:

Cuadro 20. Indicadores de la Estrategia de Deuda de Mediano Plazo 2015-2019

	2015	2019
Deuda Nominal/PIB	45-50%	50-55%
Valor Actual Deuda / PIB (Tasa de descuento 5%)	40-44%	45-50%
Servicio de Deuda Pública Total / Fiscales (incluyendo donaciones)	30-36%	27-30%
Vida Promedio de la Cartera (años)	8.5-10	10.5-12.5
Composición de Monedas (% moneda nacional)	30-34%	≥ 35%
Composición de tasa de interés (% Tasa Fija)	≥ 70%	≥ 70%
Riesgo de Refijación de tasa de interés (años)	7-7.5	7-8.0
Vencimiento como % de la cartera		
< 1 año	9-9.5%	8-9%
< 3 años	25-28%	25-30%

Para el cumplimiento de los objetivos establecidos para la gestión de la deuda en el mediano plazo, se deben tomar en cuenta los siguientes aspectos:

- **La consolidación fiscal es determinante para toda mejora que se pretenda en la gestión de la deuda pública.** El Ejecutivo inició importantes reformas en ingresos y gastos fiscales; los impactos estimados de estas reformas son sustanciales y determinantes para el control de la brecha fiscal y del crecimiento del endeudamiento.

- **Es importante que los participantes del mercado interno y externo de bonos no perciban riesgos de solvencia de la Administración Central, debido a prácticas que puedan ser superadas.** La utilización de prácticas que reducen la credibilidad del gobierno, como el pago con bonos a proveedores e instituciones públicas y las permutas, deben ser evitadas debido a que generan una percepción negativa sobre la capacidad de pago de la AC, situación que afecta la demanda por los títulos públicos y lo que podría ocasionar un encareciendo el costo de colocación. En esta dirección es importante también limitar el monto de la deuda flotante
- **Mejorar la profundidad, liquidez y confianza en el mercado interno de títulos públicos.** Evitando prácticas que distorsionan el mercado, con el objetivo de desarrollar el mercado doméstico y disminuir gradualmente la dependencia de financiamiento externo. Esto se logrará creando un perfil de vencimientos de deuda interna más favorable, dar profundidad y liquidez a los bonos gubernamentales mediante la concentración de emisiones en pocas series de instrumentos estandarizados, en volúmenes suficientes que permitan crear masa crítica estableciendo una curva de rendimientos y mejorar la confiabilidad de los valores gubernamentales en el mercado interno, evitando pagos con bonos (a proveedores) que puedan ser descontados excesivamente en el sistema financiero, así como evitar cambios repentinos de las condiciones financieras de los títulos ofrecidos.
- **Alargamiento de los plazos en los bonos de deuda interna.** Considerando el riesgo de refinanciamiento que aun esta inherente a los vencimientos de títulos públicos interna, es necesario continuar con la colocación de instrumentos de plazo extendidos (3,5,7 y 10 años) y preferiblemente en condiciones estandarizadas. Sin embargo, para posibilitar este resultado, se deben considerar la aplicación efectiva de las recomendaciones señaladas en los puntos anteriores.
- **Contrataciones de deuda externa concesional.** Se sugiere continuar con la práctica de contratar deuda concesional en la medida del acceso efectivo que tiene el país a estas ventanillas de fuentes multilaterales, para reducir los costos del servicio de la deuda pública externa. Asimismo, es importante identificar fuentes de financiamiento externo no concesional que representen menores costos respecto del mercado interno, a un nivel de riesgo aceptable.
- **Evitar la concentración de vencimientos por la emisión de bonos en el exterior.** De acuerdo a los criterios de sostenibilidad expuestos, la acumulación de vencimientos representa presiones de liquidez sobre el presupuesto de la Administración Central, lo que incrementa sustancialmente el riesgo de refinanciamiento. En este sentido, se recomienda desestimar para el año 2016 la colocación de emisiones Globales y pudiendo contemplar una emisión para el año 2017, pero procurando que esta sea realizada bajo la modalidad de *soft-bullet* lo que ayudara a suavizar el perfil de vencimientos de la cartera de deuda pública.
- **Continuar con una exposición reducida al riesgo de tasa de interés.** Actualmente, la cartera de deuda pública presenta una exposición media ante variaciones en las tasas de interés, dado que el endeudamiento público a tasa fijas es alrededor de 74%. Así, se

DIRECCIÓN GENERAL DE CRÉDITO PÚBLICO

sugiere incrementar o mantener esta estructura. No obstante, cabe señalar que la contratación de endeudamiento a tasa fija no necesariamente se traduce en una reducción en los costos del servicio de la deuda, por lo que es necesario consideraciones de costo y riesgo.

- **Denominación del financiamiento.** Los recursos externos preferentemente deberían ser contratados en dólares americanos, toda vez que ésta es la divisa predominante en la composición de las reservas internacionales y en los flujos provenientes del comercio exterior y las remesas. Por su parte, se debería evitar el endeudamiento interno en dólares, en línea con el propósito de reducir la dolarización financiera interna.
- **Mantener políticas de apoyo al desarrollo del mercado interno primario y secundario.** El desarrollo del mercado interno requiere prácticas transparentes y competitivas, así como mejoras en la liquidez de los instrumentos. Con este propósito, es importante:
 - Considerar las condiciones financieras demandadas por los inversionistas y la liquidez del mercado a través de la elaboración de pronósticos de liquidez del sistema financiero de manera regular.
 - Diversificar la base de tenedores incorporando a nuevos inversionistas (otros bancos del sistema financiero, institutos de previsión privados, aseguradoras, financieras y cooperativas), facilitando la normativa, medios y comunicación necesarios.
 - Reducir gradualmente hasta eliminar la práctica de negociaciones directas, procurando captar recursos nuevos únicamente mediante subastas públicas.
 - Eliminar el exceso de instrumentos y fragmentación del mercado a través de operaciones de permuta, reapertura y unificación de Códigos ISIN. Estipular fechas únicas para la apertura de títulos (12 y 27 del mes), así como para vencimientos por trimestre, creación de fechas de referencia y masa crítica de vencimientos para dar liquidez a cada título.
 - Mantener la coordinación de las emisiones primarias de títulos por política monetaria y fiscal, concentrando las primeras en el corto plazo, de manera de no generar competencia entre instrumentos.