

República de Honduras
Secretaría de Finanzas
Estrategia de Deuda de Mediano
Plazo (2015-2018)

Tegucigalpa, Honduras

Contenido

A.	Introducción	0
B.	Contexto Macroeconómico	1
C.	Política de Endeudamiento Público	2
D.	Análisis de la Cartera de Deuda Pública.....	5
	D.1 Deuda Externa	6
	D.2 Deuda Interna	7
	D.3 Indicadores de Costo y Riesgo de la Cartera Vigente	7
E.	Análisis de fuentes y condiciones del nuevo financiamiento externo e interno	9
F.	Supuestos para la Estrategia de Deuda	11
	F.1. Escenario macroeconómico	11
	F.2 Descripción de las Estrategias de Financiamiento	13
G.	Principales Riesgos del Escenario base	19
H.	Análisis de Costo y Riesgo de las Estrategias de Financiamiento	23
	H.1 Riesgo de Mercado	23
	H.2 Riesgo de Refinanciamiento	23
	H.3 Riesgo de Tasa de Interés	25
	H.4 Riesgo Cambiario	25
I.	Conclusiones	28

A. Introducción

La presente Estrategia de Deuda de Mediano Plazo tiene como propósito contribuir al equilibrio macroeconómico y a la sostenibilidad de la deuda a través de la formulación de una estrategia congruente con la situación financiera del país, por lo cual 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 periodo de la Estrategia, 2015-2018, se ha establecido en línea con la Política de Endeudamiento Público (PEP) a ser aprobada para este mismo periodo.

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 del Gobierno 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 2014-2015, así como proyecciones oficiales al año 2018.

Dicha estrategia será elaborada de anualmente con el propósito fundamental de proveer una visión clara de sobre el accionar del país en materia de deuda pública, proveyendo así las herramientas necesaria tanto en el análisis de riesgo de la cartera de deuda pública y fuentes de financiamiento para el cierre de la brecha fiscal del país los cuales deberán estar en concordancia como el marco macro fiscal, el proyectos de presupuesto de Honduras y la capacidad de endeudamiento de que el país posea.

B. Contexto Macroeconómico

Luego de la crisis política y económica de 2009, Honduras experimentó un crecimiento económico importante en 2010-2012 y bajos niveles de déficit fiscal que mantuvieron relativamente estable la deuda pública con respecto al Producto Interno Bruto (PIB). Sin embargo, en 2013 el crecimiento sufrió una importante desaceleración, al mismo tiempo subió el déficit fiscal y la deuda pública en porcentaje del PIB.

B.2 Desarrollos en 2013

En 2013 el PIB de Honduras creció en 2.6%, el déficit del sector público combinado fue de 7.6% del PIB y el de la Administración Central (AC) 7.9% del PIB, y el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos llegó a 8.9% del PIB. Estos resultados caracterizan un débil desempeño macroeconómico, con el crecimiento más bajo de los últimos años y déficits fiscal y externo más elevados que los registros observados en varios años previos, lejos también de las perspectivas estimadas a principios de año. El crecimiento económico se redujo sustancialmente y se ampliaron los desequilibrios macroeconómicos.

- El crecimiento se desaceleró a 2.6% en 2013 de 3.9% en 2012. Por el lado de la demanda, el menor aporte al crecimiento provino principalmente de las exportaciones y de la inversión privada. Desde la perspectiva de la oferta, una caída en la producción de café y el descenso en la construcción y en la actividad minera fueron los principales determinantes.
- La inflación disminuyó a 4.9% en 2013 desde 5.4% en 2012, que refleja la activa política monetaria, la debilidad de la actividad económica, la menor depreciación de la moneda nacional y la caída de los precios de las materias primas (combustibles).
- La posición externa se debilitó con un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de 8.9% del PIB (US\$1,655 millones), principalmente como resultado del deterioro de los términos de intercambio. Los flujos de inversión extranjera directa (IED) por US\$1,033.3 millones y la colocación de dos Bonos Soberanos en el mercado internacional por un total de US\$1,000.0 millones (5.4% del PIB) permitió financiar el déficit y aumentar las reservas internacionales (US\$485 millones) que al cierre de gestión representan 3.7 meses de importación (US\$3,056 millones)¹.
- El déficit del sector público combinado subió a 7.6% del PIB de 4.2% del PIB en 2012; en la AC este incremento fue de 5.9% del PIB a 7.9% del PIB, respectivamente. El mayor déficit de la AC se explica por la disminución en las recaudaciones tributarias producto de la reducción de la actividad económica y el incremento del gasto². En el resultado del sector público combinado destaca el déficit de la Empresa Nacional de Energía Eléctrica (ENEE).

¹ De acuerdo a la metodología de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano, las reservas internacionales cubren 4.0 meses de importaciones de bienes y servicios y según la definición del FMI la cobertura es de 3.7 meses.

² Los impuestos sobre ventas registraron una caída de L2,400.0 millones, la recaudación del aporte social y vial se redujo en L350.0 millones y el impuesto a las importaciones en L430.0 millones debido a la desgravación arancelaria. En cuanto a la expansión del gasto, el consumo aumentó en L2,166.3 millones, explicado principalmente por compras de bienes y

- El Banco Central de Honduras (BCH) mantuvo su tasa de política monetaria en 7% y absorbió una fracción importante de liquidez a través de operaciones de mercado abierto. El circulante creció moderadamente en 3.9%; el crecimiento del crédito al sector privado fue menor (11.1% en 2013 frente a 16.7% en 2012). En mayo de 2013 el BCH implementó el “Certificado de Inversión Primaria” (CIP) que puede ser adquirido por personas naturales o jurídicas privadas a una tasa promedio ponderada de la subasta al plazo más cercano a 6 meses.
- Respecto a la política cambiaria, a mediados de 2013 el BCH amplió la banda del tipo de cambio³.
- A diciembre de 2013 la tasa de interés activa promedio llegó a 16.9% (con un incremento anual de 0.15 pp) y la tasa de interés pasiva a 11.4% (denotando una reducción de 0.39 pp).

C. 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 Política es establecer los lineamientos para el manejo de la cartera de deuda del Gobierno Central, Organismos Descentralizados (Instituciones Públicas, Empresas Públicas No Financieras y Empresas Públicas Financieras) y los Gobiernos Locales. El lineamiento fundamental es lograr la mejor combinación entre el costo y el riesgo financiero en el mediano y largo plazo, entendiendo que ambas metas no son posibles de alcanzar de manera simultánea y que lograr la estabilidad a mediano y largo plazo podría implicar un costo y riesgo más alto en el corto plazo.

La PEP 2014-2017 establece como propósito la obtención de recursos económicos para atender aquellas necesidades prioritarias para el desarrollo del país y el funcionamiento efectivo del aparato Estatal, dentro de un marco de gestión financiera prudente donde, de acuerdo a lo establecido en el Artículo 66 de la Ley Orgánica de Presupuesto, “todas las entidades del Sector

servicios (L1,285.6 millones) debido en parte a las elecciones generales (presidencial, municipal, diputados a los congresos nacional y centroamericano) de 2013; el incremento en intereses (L2,264.6 millones, de los cuales el 68.0% se explica por el aumento de los intereses sobre deuda interna); y el aumento en gasto de capital (L7,442.5 millones) por mayor inversión pública en infraestructura y aumento en las transferencias de capital con fondos de préstamo.

³ 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.

Público al formular sus presupuestos anuales deberán regirse por esta Política”. En este marco, se establece los siguientes lineamientos:

- **Deuda Externa Concesional.**- Para el financiamiento de proyectos de inversión/social o apoyo presupuestario deberá, en primera instancia, contratarse deuda externa bajo términos concesionales (grado mínimo de concesionalidad del 35%). No obstante, para la ejecución de proyectos y programas “prioritarios” será permitido el uso del *blending* manteniendo el grado de concesionalidad requerido. Asimismo, la cartera de deuda total deberá tener un nivel de concesionalidad no menor al 25%.
- **Deuda Externa No Concesional.**- En el caso en que los recursos en términos concesionales sean insuficientes se podrán utilizar fuentes comerciales de recursos externos, siempre y cuando el nivel total de concesionalidad de la cartera se mantenga por encima del 25% y se respeten los límites de contratación anual. Las operaciones de esta naturaleza deberán enmarcarse en las mejores prácticas internacionales, de manera que el Gobierno de Honduras sea beneficiado por las condiciones financieras más favorables posibles de acuerdo a la oferta del mercado.
- **Mercado Doméstico.**- La SEFIN, a través de la Dirección General de Crédito Público (DGCP), promoverá instrumentos a mediano plazo en moneda nacional y tasa fija de, de preferencia a través de procesos competitivos, fomentando la transparencia en el mercado.
 - *Métodos de Colocación:*
 - ✓ Se espera publicar un calendario de subastas al iniciar cada año.
 - ✓ Las colocaciones directas podrán realizarse para efectuar operaciones de gestión de pasivos (permutas) y en ocasiones excepcionales.
 - ✓ Los títulos se adjudicarán bajo los mismos términos negociados durante la última subasta pública para todos los inversionistas. En el mediano plazo, las permutas se realizarán mediante el proceso de subastas reversas.
 - *Precios, Reaperturas y Alineación de Vencimientos*
 - ✓ La SEFIN, a través de la DGCP, establecerá los cupones para los bonos domésticos de acuerdo a criterios económicos y de mercado. Los mismos podrán ser negociados a través del precio cuando existan fluctuaciones en el mercado.
 - ✓ Se continuarán utilizando las reaperturas de emisiones, a fin de crear masa crítica y liquidez para los títulos de Gobierno y minimizar el número de emisiones vigentes en el mercado doméstico. Las negociaciones se realizarán vía precio de acuerdo a las condiciones de mercado existentes.
 - ✓ La DGCP podrá realizar operaciones de permuta con el propósito de alinear sus vencimientos. Los tres objetivos principales de la alineación son: 1) limitar el número de emisiones vigentes en el mercado 2) convertir todas las fechas de vencimientos y pagos de intereses al 12 y 27 de cada mes y, 3) una vez el BCH concluya su proceso de modernización tecnológica (inicio de operaciones de la

Depositaria Central de Valores), poner en efecto liquidación de subastas t+n, de manera que coincida con las fechas de pagos de intereses y/o vencimientos.

- **Límites de endeudamiento para el Gobierno Central**

- La Política de Endeudamiento recomienda techos y límites de endeudamiento coherentes con la sostenibilidad de la deuda. Los mismos son revisables periódicamente y responden a las necesidades aprobadas por la Presidencia de la República y el Congreso Nacional. Adicionalmente, se plantean algunas metas con la intención de enfatizar el objetivo de mejorar el perfil en el largo plazo.
- Los techos de indicadores de sostenibilidad de la deuda pública y los límites de endeudamiento vigentes son los siguientes:

Techos de Indicadores de Sostenibilidad de la Deuda		
Gobierno Central		
Deuda Externa¹		
De Solvencia		Dic-2013
VA/PIB	40%	26%
VA/XBS	150%	55%
VA/IF	250%	178%
De Liquidez		
TSD/XBS	20%	2%
TSD/IF	20%	6%
Deuda Total		
De Solvencia		Dic-2013
VA/PIB	50%	41%
VA/IF	300%	266%
De Liquidez		
SD/IF	45%	35%

¹Indicadores según el CPIA

Límites de Contratación de Deuda para el Gobierno Central 2014⁶	
Deuda Interna	L 20,228 millones
Deuda Externa	Hasta US\$400 millones (no incluye US\$200 millones para apoyo presupuestario)*

- Partiendo de los techos expuestos, las metas de sostenibilidad y riesgo de financiamiento de mediano plazo vigentes son los siguientes:

Detalle	Metas de Mediano Plazo	Proyectado 2014
Metas de Sostenibilidad		
VA/ PIB	40% - 45%	43%
SD/IF	40% - 45%	41%
Metas de Riesgo de Refinanciamiento		
Vida Promedio Total	≥8 años	8.58
Composición por Moneda	≥50% en moneda nacional	36%
Composición por tasa de Interés	≥70% a tasa Fija	80%

Meta de Vencimiento como Porcentaje de la Cartera Total		
	Meta	Dic-2013
<1	10%	9.8%
<3	36%	33.6%

D. Análisis de la Cartera de Deuda Pública

Gráfico 1

El saldo de la deuda pública total del Gobierno Central a diciembre de 2013 se situó en US\$7,991.63 millones, incrementándose 25.7% respecto de 2012, y en 120.1% respecto de 2009, resultando en una tasa de crecimiento promedio anual de 24% los últimos cinco años. La deuda externa al cierre de 2013 se constituyó en 63%, en tanto, la deuda pública interna representó 37% (Gráfico 1).

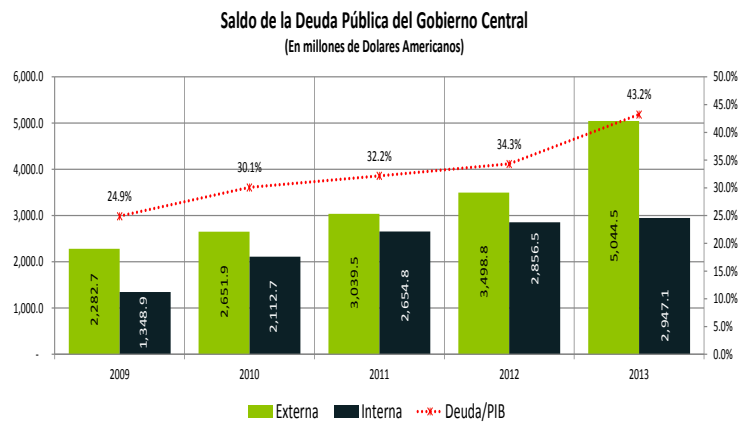
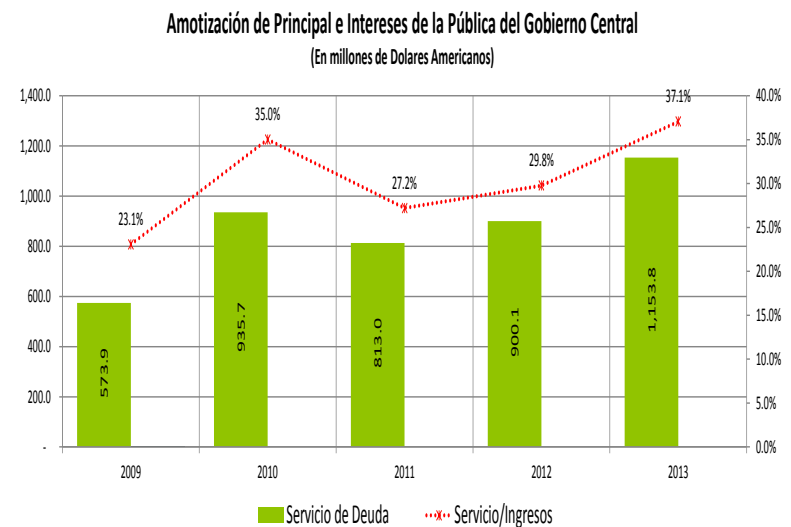


Gráfico 2

Por otro lado, en 2013 el gobierno central canceló por servicio de deuda (amortizaciones de principal e intereses) externa e interna US\$1,153.8 millones, que es también el más alto del periodo 2009-2013

Del saldo de la deuda total del Gobierno Central al finalizar 2013, el 81.0% se ha contratado a tasas fijas y 19.0% a tasas variables. En promedio para el período 2009-2013, el 83.6% corresponde a tasas fijas y el 16.4% a tasas variables (Gráfico 3).



En términos de denominación de moneda al 31 de diciembre de 2013, el 69.0% del saldo de la deuda pública total del gobierno central está conformada en moneda extranjera y el restante 31.0% en moneda nacional. En el periodo 2009-2013, en promedio, el 60.2% y 38.9% de la deuda estuvo denominada en moneda extranjera y nacional, respectivamente (Gráfico 4).

Gráfico 3

Composición de la Deuda Pública del Gobierno Central Promedio 2009-013 por Tipo de Tasa
(En millones de dólares estadounidenses)

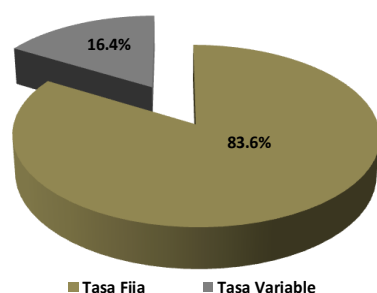
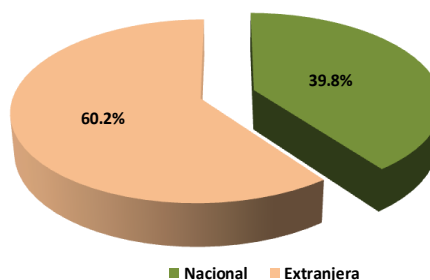


Gráfico 4

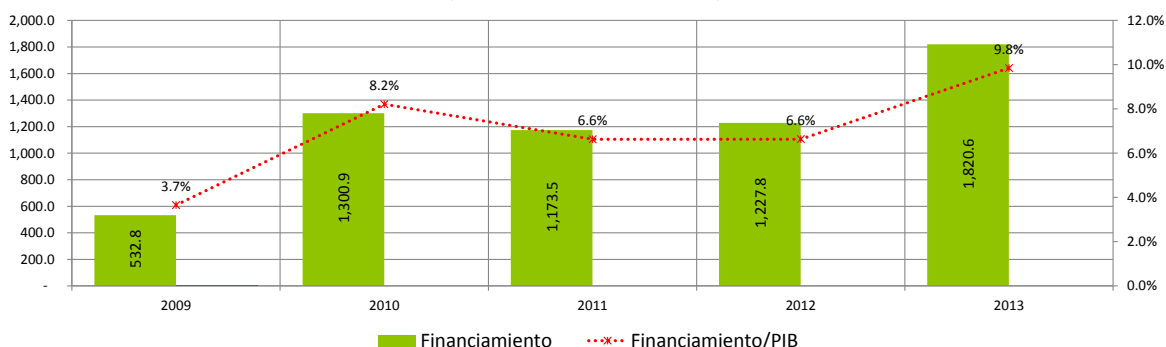
Composición de la Deuda Pública del Gobierno Central Promedio 2009-013 por Moneda
(En millones de dólares estadounidenses)



En 2013, el Gobierno Central recibió US\$1,820.6 millones en desembolsos externos y la colocación de bonos externos e internos, monto que constituye el más elevado en el periodo 2009-2013.

Gráfico 5

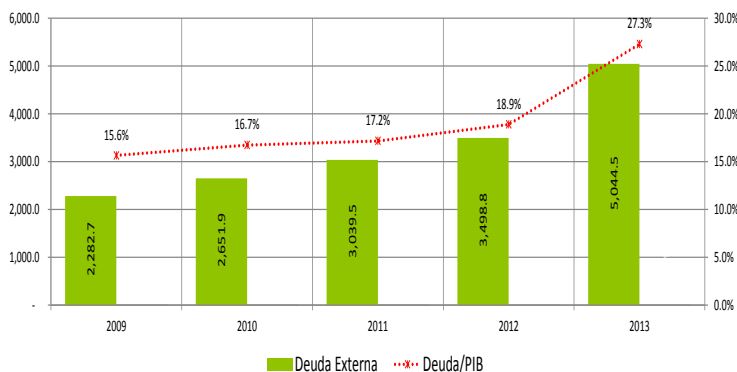
Financiamiento Total del Gobierno Central con Deuda Pública
(En millones de Dolares Americanos)



D.1 Deuda Externa

Gráfico 6

Saldo Deuda Externa del Gobierno Central
(En millones de Dolares Americanos)



Al 31 de Diciembre de 2013, el saldo de la Deuda Externa del Gobierno Central se situó en US\$5,044.5 millones, lo que denotó un aumento del 44% con respecto a 2012 (US\$3,498.8 millones), debido principalmente a la colocación del Bono Soberano por un valor de US\$1,000 millones. En el período 2009-2012, el incremento promedio del saldo de la deuda externa fue de 13.2% anual.

En términos de los acreedores, 72.0% de la deuda externa es con Organismos multilaterales, 19.0% con acreedores bilaterales, 5.0% con instituciones comerciales y el 2.0% restante con

otros acreedores, para el período 2009-2013. El portafolio de deuda externa está compuesto en un 77.0% del saldo a tasa fija y el restante 23.0% a tasa variable, manteniendo un nivel de riesgo medio en términos de la volatilidad de los costos financieros de la cartera.

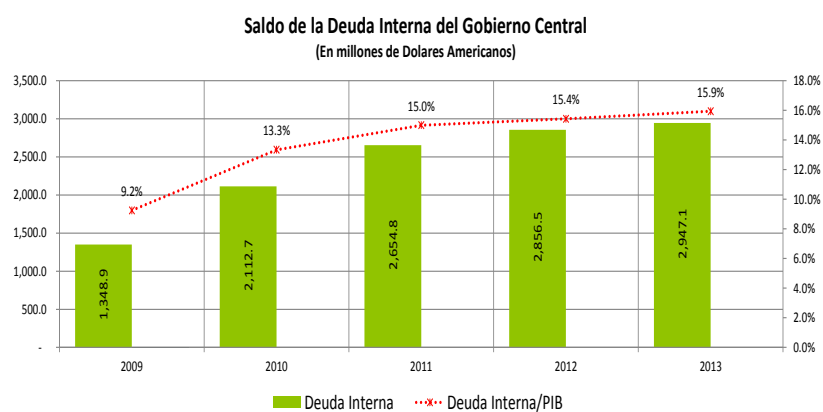
El comportamiento de los desembolsos en los últimos años ha sido creciente, principalmente en 2013, triplicándose con respecto a los de 2012, lo anterior producto de la colocación en el exterior del Bono Soberano por US\$1,000.0 millones, lo que represento 62.4% de lo adquirido y nuevas contrataciones con organismos multilaterales, los que a su vez participaron con el 32.1%, principalmente el BID, el BCIE y en menor medida, el Banco Mundial (IDA).

El servicio de deuda externa pagado por el Gobierno Central alcanzó US\$167.0 millones en 2013, mostrando un incremento de 24.9% con relación al año anterior y un promedio de crecimiento para 2009-2013 de 16.3%, de lo anterior, 39.6% corresponde a pagos de principal y el restante 60.4% al pago de intereses. El crecimiento promedio del principal en 2009-2013 es de 6.3% y el de intereses de 27.5%.

D.2 Deuda Interna

Gráfico 7

El saldo de la deuda pública interna de la Administración Central al cierre de 2013 representó un 15.9% del PIB (9.2% en 2009). En su mayoría dicho saldo está compuesto por deuda en moneda nacional L51,885.9 millones y en menor medida deuda denominada en dólares L8,818.0 millones.



En términos de composición por tipo de tasa de interés, el 81.3% de la deuda interna se ha colocado a tasas fijas, mientras que un 18.7% ha sido emitido a tasas variables; lo que indica una baja exposición a la volatilidad de la cartera por concepto de tasa de interés.

A diciembre de 2013, del servicio total pagado, las amortizaciones a capital representan un 68.8%, mientras que el pago de intereses representan el 31.2%.

D.3 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 2009, a consecuencia de la mayor contratación de deuda interna cuyos plazos son menores respecto a la deuda externa. El indicador de la cartera total a 2013 es de 8.5 años, en tanto que para la deuda externa alcanza a 11.8 años y en la deuda interna es de sólo 2.7 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. El 28.6% de la deuda pública del gobierno central tiene un período de madurez menor a 3 años, lo que implica una concentración del servicio de la deuda en el mediano 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 (Gráfico 8).

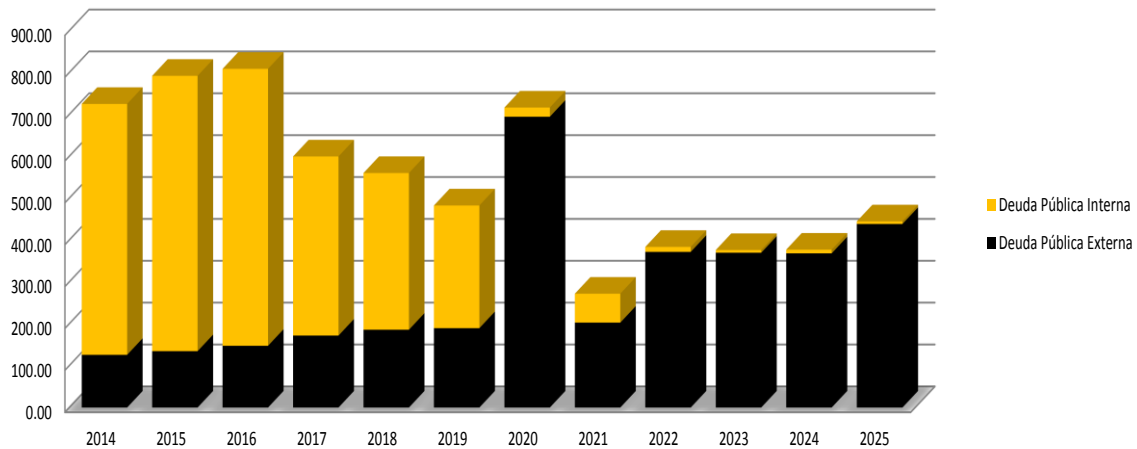
Cuadro 1
Vida Promedio de la Deuda del Gobierno Central

Deuda Gobierno Central	2009	2010	2011	2012	2013	Promedio
Vida Promedio de la Cartera Total	10.78	9.69	9.23	8.98	8.52	9.44
VP Deuda Interna	3.58	3.66	3.26	3.12	2.73	3.27
Deuda Estandarizada	2.15	3.01	2.8	2.75	2.31	2.59
Deuda No Estandarizada*	6.84	6.51	5.8	5.65	6.31	6.22
VP Deuda Externa	14.88	14.37	14.35	13.72	11.89	13.84
% de Portafolio Total < 1 año	8.60%	6.30%	7.10%	6.60%	9.70%	7.66%
% de Portafolio Total < 3 año	23.20%	22.20%	22.60%	25.40%	28.6%	25.40%

Gráfico 8

Perfil de Vencimientos del Gobierno Central

(En Millones de Dólares Americanos)



Riesgo de Tipo de Cambio

En términos del riesgo por moneda se observó una mayor exposición al comportamiento del tipo de cambio en 2013, dada la demanda del mercado doméstico para instrumentos denominados en dólares y la colocación del bono global (US\$1,000.0 millones). El promedio para los cinco años refleja 60% y 40% de la deuda corresponde a moneda extranjera y nacional, respectivamente, por su parte, para el 2013 existe un mayor riesgo puesto que la composición incrementa a 69% en moneda extranjera y 31% en nacional.

Cuadro 2

Composición de la Deuda del Gobierno Central por Moneda

	2009	2010	2011	2012	2013	Promedio
Nacional	36%	43%	46%	43%	31%	40%
Extranjera	64%	57%	54%	57%	69%	60%

Riesgo de Tasa de Interés

La exposición al riesgo de tasa de interés no es significativa, y se encuentra en un rango medio. El 81% de la deuda del gobierno central se contrató a tasa fija y 19% a tasa variable, explicado por la estructura similar que presentan tanto la deuda externa (77% fija y 23% variable) como interna (81.3% fija y 18.7% variable).

Cuadro 3

Composición de la Deuda del Gobierno Central por Tipo de Tasa

	2009	2010	2011	2012	2013	Promedio
% Tasa Fija	91%	86%	81%	79%	81%	84%
% Tasa Variable	9%	14%	19%	21%	19%	16%

Por su parte, la tasa de interés promedio de la cartera para el endeudamiento externo es de 3.5% 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 11.5% dada la diversidad de títulos emitidos. Por tanto, si bien el emitir bonos en el mercado interno a tasas fijas disminuye este indicador, el costo puede llegar a ser sustancialmente mayor.

E. 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 2012-2014 alcanzan un máximo de US\$800 millones, de acuerdo a una composición consistente en 30% de recursos concesionales provenientes del Fondo de Operaciones Especiales (FOE) y 70% de Capital Ordinario (CO). Se asume que para periodos posteriores el acceso a estos recursos girará alrededor de una asignación bajo estas condiciones.

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.

- Por el lado del BCIE, y de acuerdo a la memoria anual de labores para 2013, para el quinquenio 2009-2013 el BCIE aprobó financiamiento para Honduras hasta por un monto de US\$1,476.6 millones, con un promedio anual de US\$295.3 millones anuales. Estos recursos hasta

mediados del año 2013 fueron adquiridos a una tasa promedio del 5.9% anual, pero a partir de la segundo semestre del año 2013, las condiciones fueron modificadas por el Directorio del Banco, contemplando desde ese momento una tasa constituida por el 3.5% de tasa variable revisada trimestralmente más la tasa Libor a 6 meses, con un plazo promedio de 15 años y una gracia de 3. Se asume que para periodos 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 su Estrategia de Asociación con Honduras para 2009-2013, autorizo para nuevas contrataciones un monto de US\$175.0 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 financiamiento contratado con los organismos bilaterales en el año 2013 represento el 45% del financiamiento externo total, mostrando una participación variada respecto de los acreedores, teniendo como principal acreedor al Banco ICBC de china con un financiamiento por el monto de US\$297.3 Millones y el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) de Brasil con un financiamiento por el monto de US\$145.0 Millones, para el año 2014 se contempla un financiamiento por el orden de US\$474.4 Millones principalmente con operaciones con el Gobierno de Azerbaiyán con un monto de US\$250.0 Millones y el Gobierno de Taiwán por un monto de US\$100.0 Millones. Se asume que para periodos posteriores el acceso a recursos bilaterales se realizarán en términos comerciales.

E.2 Interno

El sistema financiero presentó un crecimiento sostenido en los últimos años y, a mayo de 2014, el total de activos representa más del 100% del PIB, de los cuales sólo el 11% corresponde a Bonos de la AC. Actualmente los bancos pueden constituir requerimientos de inversiones obligatorias con los denominados “Bonos Encajables”, lo que se ha constituido en un incentivo para el sistema financiero, en especial el bancario, a pesar de la aparente contraposición de esta medida con objetivos de política monetaria.

Actualmente, las colocaciones de Bonos de la AC en el sistema bancario interno representan aproximadamente el 9,4% de los depósitos y menos del 5% de sus activos. Así, la tenencia de estos Bonos por parte de los bancos guarda una fuerte relación con el monto permitido de “Bonos Encajables” (hasta el 10% de los depósitos), lo que estaría indicando un bajo interés de las entidades por estos instrumentos a pesar de disponer de un elevado monto de activos.

Cuadro 4. Activos y Pasivos del Sistema Financiero a Mayo de 2014 (En millones de Lempiras y % del PIB)

	Activos	% del PIB	Pasivos	% del PIB
Bancos Comerciales 1/	311.410	82	277.463	73
d.c. Depósitos			168.259,3	
d.c. Tenencia de bonos de la AC 2/	15.400			
Sociedades financieras 2/	8.219	2	6.490	2
d.c. Tenencia de bonos de la AC 2/	97			
Fondos de pensiones 3/	83.127	22		
d.c. Tenencia de bonos de la AC 2/	27.090			
Total	402.757	107	283.954	75
d.c. Tenencia de bonos de la AC	42.587	11		
Fuente: Comisión Nacional de Bancos y Seguros y BCH				
Nota. 1/ A mayo de 2014				
2/ A abril de 2014				
3/ A diciembre de 2013				

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

En este contexto, el acceso a recursos de financiamiento interno a través de la emisión de bonos del Gobierno presenta limitantes en el corto y mediano plazo bajo las actuales condiciones.

F. Supuestos para la Estrategia de Deuda

F.1. Escenario macroeconómico

El desempeño de la economía hondureña descrito en la sección B muestra que el crecimiento económico se redujo sustancialmente y se ampliaron los desequilibrios macroeconómicos.

Contexto Internacional

- El crecimiento de la economía hondureña estimado para 2014 y 2015 sería más alto que en 2013. El crecimiento mundial proyectado para 2014 ha sido revisado hacia la baja de 3.7% a 3.4%, reflejando el débil comportamiento del primer trimestre, particularmente en EUA, y las perspectivas menos optimistas de varios mercados emergentes. El crecimiento global proyectado para 2015 permanece en 4%.
- Respecto a la inflación, se ha realizado un leve corrección al alza en economías avanzadas y, en contraste, hacia la baja en economías emergentes y en desarrollo. Sin embargo, en ambos casos, las tasas se mantienen controladas.
- Las perspectivas sobre el precio del café son favorables, se estima crecimientos para 2014 y en mayor magnitud para 2015.

Cuadro 5: Perspectivas de la Economía Mundial

	Proyecciones				Diferencia respecto al WEO de abril 2014	
	2012	2013	2014	2015	2014	2015
Porcentaje anual de cambio, salvo otra						
Crecimiento (%)						
Mundial	3.5	3.2	3.4	4	-0.3	0.0
Economías Avanzadas	1.4	1.3	1.8	2.4	-0.4	0.1
EUA	2.8	1.9	1.7	3.0	-1.1	0.1
Zona del Euro	-0.7	-0.4	1.1	1.5	0.0	0.1
Mercado emergentes	5.1	4.7	4.6	5.2	-0.2	-0.1
China	7.7	7.7	7.4	7.1	-0.2	-0.2
LAC	2.9	2.6	2.0	2.6	-0.5	-0.3
Tasa de desempleo EUA (%)	8.1	7.4	6.4	6.2		
Precios						
Economías avanzadas	2.0	1.4	1.6	1.7	0.1	0.1
Mercado emergentes y economías en desarrollo	6.1	5.9	5.4	5.3	-0.2	-0.1
Precios del petróleo	1.0	-0.9	0.1	-6.0	0.4	-0.8
Café (precios en \$us, saco de 46 Kg)	187.6	141.1	191.1	200.2		

Fuente.- World Economic Outlook, Update Julio 2014.

Contexto Nacional

Cuadro 6: Honduras - Perspectivas Macroeconómicas

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2025	2030	2034
Porcentaje anual de cambio, salvo otra indicación										
Producción y precios										
PIB real	2,6	3,1	2,8	2,8	3,2	3,0	3,4	4,0	4,0	4,0
Inflación	4,9	6,8	5,5	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Depreciación	3,3	3,3	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Deflactor del PIB	1,7	5,7	5,6	4,4	4,4	4,0	4,2	4,8	4,8	4,8
PIB (mill Lpr)	377.630	411.534	446.717	479.137	516.535	553.168	595.925	991.193	1.525.073	2.152.765
PIB (mill \$us)	18.552	19.587	20.414	21.053	21.824	22.473	23.278	30.600	38.698	46.694
Porcentaje del PIB, salvo otra indicación										
Sector Público										
Balance primario AC	-5,6	-2,6	-0,7	0,1	0,0	0,9	1,0	1,1	1,1	1,0
Sector externo										
Cuenta Corriente	-8,9	-7,8	-7,1	-6,9	-6,5	-6,3	-6,0	-6,1	-6,0	-6,0
Porcentaje anual de cambio										
Sector monetario y financiero										
Dinero en circulación	3,9	9,4	9,1							
Crédito al sector privado	11,1	8,6	10,7							
Depósitos	7,4	11,1	8,6							

El BCH anunció en el Programa Monetario 2014-2015 un objetivo de inflación de 6.5%, con un margen de tolerancia de ± 1.0 pp para el cierre de 2014 y de 5.0% con igual margen de tolerancia para 2015.⁴ En dicho programa estableció que continuará señalizando las tasas de interés del mercado interbancario y de las operaciones de mercado abierto con la tasa de política monetaria

⁴ A junio de 2014, la inflación presentó una variación interanual de 6.23%, situándose dentro del rango meta establecido en el Programa Monetario.

(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. Se continuará empleando los Certificados de Inversión Primaria (valores emitidos por el BCH para compra directa por parte de personas naturales y jurídicas).

- El crecimiento adquiriría una mayor dinámica en 2014-2018 a una tasa anual entre 2.5% y 3.5%, impulsado por las actividades de intermediación financiera, comunicaciones, industria y agropecuario.⁵ Estas tasas son conservadoras en relación al desempeño histórico del país que alcanzó tasas promedio de crecimiento de 5.9% entre 2004-2008 y 3.5% en 2010-2013.
- La inflación, luego de un incremento en 2014 por el efecto de las medidas impositivas, retomarí una tendencia decreciente hasta estabilizarse en 5%, el deflactor del PIB tendría un comportamiento parecido. La depreciación se estabilizaría en 4% permitiendo mantener el tipo de cambio real.
- Se estima una disminución del déficit de cuenta corriente a 7.8% del PIB en 2014 y 7.1% del PIB en 2015 (8.9% en 2013), con una tendencia a reducir hasta el 6.3% a finales del período de proyección, determinado por la interacción de una mejora en las transacciones de comercio exterior y una leve reducción de la importancia relativa de las remesas familiares. La cuenta financiera mostraría ingresos netos respaldados principalmente por la IED. Con lo anterior se prevé que las reservas internacionales del BCH se mantendrán en el equivalente a más de 3 meses de importaciones de bienes y servicios.⁶
- 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 2014-2015 a través de la captación de mayores ingresos y la reducción de gasto corriente (Cuadro 7).

**Cuadro 7: Honduras – Resultado de la Administración Central 2013-15
(En porcentajes del PIB)**

Concepto	2013	2014	2015
Ingresos Totales	17.0%	19.0%	19.1%
Ingresos Tributarios	14.7%	16.8%	16.8%
Gastos Totales	24.8%	24.2%	22.6%
Gasto Corriente	19.0%	18.9%	17.9%
Gasto de Capital	5.9%	5.1%	4.7%
Balance Total	-7.9%	-5.2%	-3.5%

F.2 Descripción

de las

⁵ Según el Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) a abril de 2014, la actividad económica del país registró una variación de 2.6%, superior en 0.4 pp a la observada en el mismo período de 2013, en línea con las estimaciones para el año.

⁶ Las remesas en el primer semestre de 2014 crecieron en 8.8%. A junio de 2014, el saldo de las RIN del BCH se situó en US\$3,173.0 millones, superior en US\$117.1 millones al saldo registrado en diciembre de 2013, con lo que la cobertura alcanzó a 3.6 meses de importación de bienes y servicios. Las cifras muestran una tendencia acorde a la proyección para esta gestión.

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 de portafolio para el periodo de la Estrategia se muestra a continuación:

Cuadro 8

Porcentaje de Financiamiento 2014-2018					
Instrumento	Denominación	E1	E2	E3	E4
IDA	Moneda Extranjera	7%	8%	7%	12%
Multilateral No Concesional tasa Fija	Moneda Extranjera	5%	5%	5%	7%
Multilateral No Concesional tasa Var	Moneda Extranjera	7%	7%	7%	12%
Multilateral Concesional tasa Fija	Moneda Extranjera	3%	3%	3%	5%
Multilateral Concesional tasa Var	Moneda Extranjera	6%	7%	6%	11%
Bilateral Tasa Fija	Moneda Extranjera	0%	0%	0%	0%
Bilateral Tasa Variable	Moneda Extranjera	3%	2%	3%	4%
Bono Soberano	Moneda Extranjera	0%	9%	0%	0%
Otros Privados	Moneda Extranjera	0%	1%	0%	0%
Bonos GH 1 año	Lempiras	0%	0%	4%	0%
Bonos GH 2 años	Lempiras	0%	0%	11%	0%
Bonos GH 5 años	Lempiras	68%	59%	28%	49%
Bonos GH 7 años	Lempiras	0%	0%	28%	0%
Externo		32%	41%	29%	51%
Interno		68%	59%	71%	49%
TOTAL		100%	100%	100%	100%

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

F.2.1 Estrategia 1

La Estrategia 1 contempla la situación proyectada bajo los supuestos establecidos en el Programa Monetario acordado en mayo de 2014, 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: 35% en deuda externa y 65% en deuda interna en el periodo 2014-2018. 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)	763	399.8	414.33	419.84	453.59
--	-----	-------	--------	--------	--------

Instrumento Representativo	2014	2015	2016	2017	2018
IDA	24%	23%	22%	24%	24%
Multi_FIX_LCONC	21%	8%	5%	19%	19%
Multi_Var_LCONC	26%	37%	22%	16%	16%
Multi_FIX_CONC	6%	7%	13%	10%	10%
Multi_Var_CONC	14%	16%	30%	23%	23%
Bilat_FIX	0%	0%	0%	0%	0%
Bilat_VAR	10%	9%	8%	8%	8%
10Yr	0%	0%	0%	0%	0%
Privados Var.	0%	0%	0%	0%	0%
1yr DOM	0%	0%	0%	0%	0%
3yr DOM	0%	0%	0%	0%	0%
5yr DOM	100%	100%	100%	100%	100%
7yr DOM	0%	0%	0%	0%	0%
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\$1.170,7 millones al 31 de diciembre de 2013- como punto de partida de la programación de desembolsos, los mismos que alcanzan los siguientes montos para el periodo 2014-2019:

-

Cuadro 10

	2014	2015	2016	2017	2018
Desembolsos Externos (Millones de USD)	763	400	414	520	554

En el periodo 2019-2034, 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 2014-2020.

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

Cuadro 11

	2014	2015	2016	2017	2018
Emisiones de Bonos (Millones de Lempiras)	19,572	29,327	28,959	24,517	19,486

En el periodo 2019-2034, se asume un nivel de emisiones de bonos igual al valor de los vencimientos, de manera que el financiamiento neto es igual a cero.

Se asume que todas las colocaciones nuevas serán a 5 años a una tasa de interés de 12.25%.

F.2.2 Estrategia 2

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)	763	1,150	414	520	554
--	-----	-------	-----	-----	-----

Instrumento Representativo	2014	2015	2016	2017	2018
IDA	24%	8%	22%	24%	24%
Multi_FIX_LCONC	21%	3%	5%	19%	19%
Multi_Var_LCONC	26%	8%	22%	16%	16%
Multi_FIX_CONC	6%	3%	13%	10%	10%
Multi_Var_CONC	14%	6%	30%	23%	23%
Bilat_FIX	0%	3%	0%	0%	0%
Bilat_VAR	10%	0%	8%	8%	8%
10Yr	0%	65%	0%	0%	0%
Privados Var.	0%	4%	0%	0%	0%
1yr DOM	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3yr DOM	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
5yr DOM	100%	100%	100%	100%	100%
7yr DOM	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Total Deuda Externa	100%	100%	100%	100%	100%
Total Deuda Interna	100%	100%	100%	100%	100%

Deuda Externa

- Asume una única emisión de un Bono Global por un monto de USD750 millones en 2015 a un plazo de 10 años y tasa de 9%, amortizable los últimos tres años (*soft-bullet*), destinado a financiar los vencimientos de deuda interna, de manera de limitar las emisiones de bonos en ese año.
- Para los años 2016-2034 asume el mismo nivel de desembolsos de deuda externa que el escenario base.

Deuda Interna

- Las emisiones de bonos son menores que en el escenario base, considerando la limitada emisión en 2015 a consecuencia del pago de vencimientos de deuda interna con recursos del Bono Global por US\$750 millones.
- Así, los supuestos de emisión de bonos son los siguientes:

Cuadro 13

	2014	2015	2016	2017	2018
Emisiones de Bonos (Millones de Lempiras)	19,572	11,326	26,957	22,705	17,622

En el periodo 2019-2034, se asume un nivel de emisiones de bonos igual al valor de los vencimientos, de manera que el financiamiento neto es igual a cero.

F.2.3 Estrategia 3

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)	763	400	414	520	554
--	-----	-----	-----	-----	-----

Instrumento Representativo	2014	2015	2016	2017	2018
IDA	24%	23%	22%	24%	24%
Multi_FIX_LCONC	21%	8%	5%	19%	19%
Multi_Var_LCONC	26%	37%	22%	16%	16%
Multi_FIX_CONC	6%	7%	13%	10%	10%
Multi_Var_CONC	14%	16%	30%	23%	23%
Bilat_FIX	0%	0%	0%	0%	0%
Bilat_VAR	10%	9%	8%	8%	8%
10Yr	0%	0%	0%	0%	0%
Privados Var.	0%	0%	0%	0%	0%
1yr DOM	5%	5%	5%	5%	5%
3yr DOM	15%	15%	15%	15%	15%
5yr DOM	40%	40%	40%	40%	40%
7yr DOM	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 1, 3, 5 y 7 años, manteniendo el supuesto de financiar el remanente de la brecha presupuestaria que no será cubierta con deuda externa.

En el periodo 2019-2034, se asume un nivel de emisiones de bonos igual al valor de los vencimientos, de manera que el financiamiento neto es igual a cero.

Cuadro 15

	2014	2015	2016	2017	2018
Emisiones de Bonos (Millones de Lempiras)	19,572	29,001	28,857	27,248	23,517

F.2.4 Estrategia 4

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	2014	2015	2016	2017	2018
IDA	24%	23%	22%	24%	24%
Multi_FIX_LCONC	21%	8%	5%	19%	19%
Multi_Var_LCONC	26%	37%	22%	16%	16%
Multi_FIX_CONC	6%	7%	13%	10%	10%
Multi_Var_CONC	14%	16%	30%	23%	23%
Bilat_FIX	0%	0%	0%	0%	0%
Bilat_VAR	10%	9%	8%	8%	8%
10Yr	0%	0%	0%	0%	0%
Privados Var.	0%	0%	0%	0%	0%
1yr DOM	0%	0%	0%	0%	0%
3yr DOM	0%	0%	0%	0%	0%
5yr DOM	100%	100%	100%	100%	100%
7yr DOM	0%	0%	0%	0%	0%
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 2014-2019 es:

Cuadro 17

	2014	2015	2016	2017	2018
Desembolsos Externos (Millones de USD)	820.4	787.5	688.3	780.0	640.6

En el periodo 2019-2034, 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 2014-2018.
 - 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 2014-2018.
 - En el periodo 2019-2034, se asume un nivel de emisiones de bonos igual al valor de los vencimientos, de manera que el financiamiento neto es igual a cero.

Cuadro 18. Análisis de la posible colocación según la demanda efectiva del mercado

En millones de Lempiras

	2014	2015	2016	2017	2018
Refinanciamiento	9,139.7	13,154.5	13,200.2	7,755.5	6,315.3
Nuevas Emisiones	6,681.5	6,547.0	6,461.9	6,419.1	6,412.9
Inst. De Previsión	4,014.8	4,135.2	4,259.3	4,387.1	4,518.7
Pago	3,514.8	3,620.2	3,728.8	3,840.7	3,955.9
Nuevas colc.	500.0	515.0	530.5	546.4	562.8
Sistema Financiero	1,766.7	1,484.8	1,247.8	1,048.6	881.2
Otros Tenedores	900.0	927.0	954.8	983.5	1,013.0
Total Emisión	15,821.3	19,701.5	19,662.0	14,174.6	12,728.2

G. 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 tienen que ver con factores exógenos 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, la perspectiva de 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 de 3% y para el periodo 2019-2034 de 3,9%, 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 su crecimiento fue revisado a la baja, estimándose una tasa de 1.7%, menor que el 1.9% de crecimiento alcanzado en 2013. No obstante, las perspectivas indican que luego de la desaceleración del primer trimestre, la economía norteamericana recuperará su dinamismo. En cuanto a la zona del Euro, se mantiene la proyección de un mayor crecimiento.

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.

No obstante lo anteriormente expuesto, considerando las proyecciones favorables de los precios de café (principal producto de exportación) se prevé una mejora en los términos de intercambio, con lo que el balance en el desempeño externo indica riesgos medios.

- **Sector fiscal**

Las medidas recientemente aprobadas para mejorar las recaudaciones y reducir los gastos del sector público, de acuerdo a las proyecciones, permitirían una corrección del déficit de la AC de 7,9% del PIB en 2013 a 5,2% del PIB en 2014 y a 3,6% del PIB en 2015. Estos cambios son sustanciales y determinantes para una trayectoria sostenible de la deuda pública.

El riesgo en este ámbito es que las medidas no se concreten 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 consideró 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 el déficit de la ENEE, entre otros.

En este sentido, el 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 garantice 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 podrían traducirse en menores presiones inflacionarias internas, salvo el efecto inmediato 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.

Los riesgos del sector son bajos por el control que se ha logrado de la inflación, la referencia que constituye la tasa de política monetaria que no ha sufrido fuertes incrementos y la profundización del sistema financiero con un elevado monto de activos.

Cuadro 19**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>	Bajo	Afecta al clima de la economía en general y dificulta el acceso al financiamiento. Deteriora los ratios de deuda respecto al PIB.
<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 de interés internacionales más altas y salidas de capitales de la región, con los consecuentes impactos en la inversión y en los mercados cambiarios.</p>	Medio	Menor liquidez en moneda extranjera y costos más altos del financiamiento externo dificulta el servicio de deuda externa y el acceso a mercados internacionales de capital. Asimismo, los indicadores de solvencia y liquidez que incluyen a las remesas, pueden verse deteriorados.
<p>Sector Fiscal</p> <p>La concreción de los impactos de las medidas fiscales en la magnitud estimada es determinante para una reducción sostenible del déficit fiscal. Otros pasivos del sector público generados fuera de la AC constituyen también riesgos al escenario base.</p>	Medio	Menores resultados 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>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>	Bajo	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.

H. 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 2014-2018 ha considerado diferentes estrategias tomando en cuenta los retos que enfrenta la gestión de la deuda pública en Honduras.

Cuadro 20. Indicadores de Costo y Riesgo

Indicadores de Riesgo		2013	Finales de 2018			
		Actual	Estrategia 1	Estrategia 2	Estrategia 3	Estrategia 4
Deuda Nominal (% PIB)		43.9	53.4	53.5	53.4	52.8
Valor Presente de Deuda (% PIB)		38.5	48.3	45.0	48.3	47.1
Tasa de Interés Implícita (%)		6.0	7.0	6.8	7.0	6.1
Riesgo de Refinanciamiento	Tiempo promedio al vencimiento -ATM- Deuda Externa (años)	11.8	11.5	11.1	11.5	12.0
	ATM Deuda Interna (años)	2.8	3.0	3.1	3.8	2.9
	ATM Deuda Total (años)	8.5	8.0	8.3	8.3	9.1
Riesgo de tasa de Interés	Tiempo Promedio de refijación ATR (años)	7.4	6.3	6.7	6.6	6.9
	Deuda a refijar en 1 año (% de la deuda total)	20.2	26.0	25.3	23.9	30.9
	Deuda a Tasa Fija (% de la deuda total)	88.2	82.4	83.1	82.4	77.2
Riesgo de Tipo de Cambio	Deuda en moneda extranjera (% del total)	63.3	59.2	65.2	59.2	68.9
	Deuda Externa de corto plazo a vencer en 1 año (% reservas)	3.6	5.4	5.6	5.4	5.7

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 2014-2018, los niveles a los cuales se incrementa la deuda pública como porcentaje del PIB el año 2018 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 8 y 9.1 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 e igual 9.1 años, seguida por la estrategia 2 y 3 con 8.3 años. 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 5 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).

- No obstante lo señalado en el párrafo precedente, cabe indicar que ninguna de las 4 estrategias logra mejorar significativamente el riesgo de refinanciamiento, donde el peso de los vencimientos de la deuda interna en los siguientes 5 años es sustantivo y la utilización de instrumentos de deuda más allá del segmento de 7 años (40% en la Estrategia 3) no fue considerada dadas las actuales condiciones del mercado interno.

Gráfico 9. Proyección de amortizaciones de la deuda pública total
(En millones de lempiras)

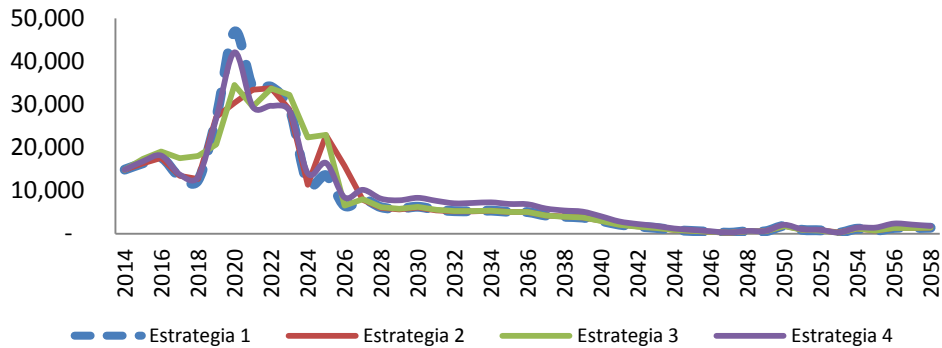
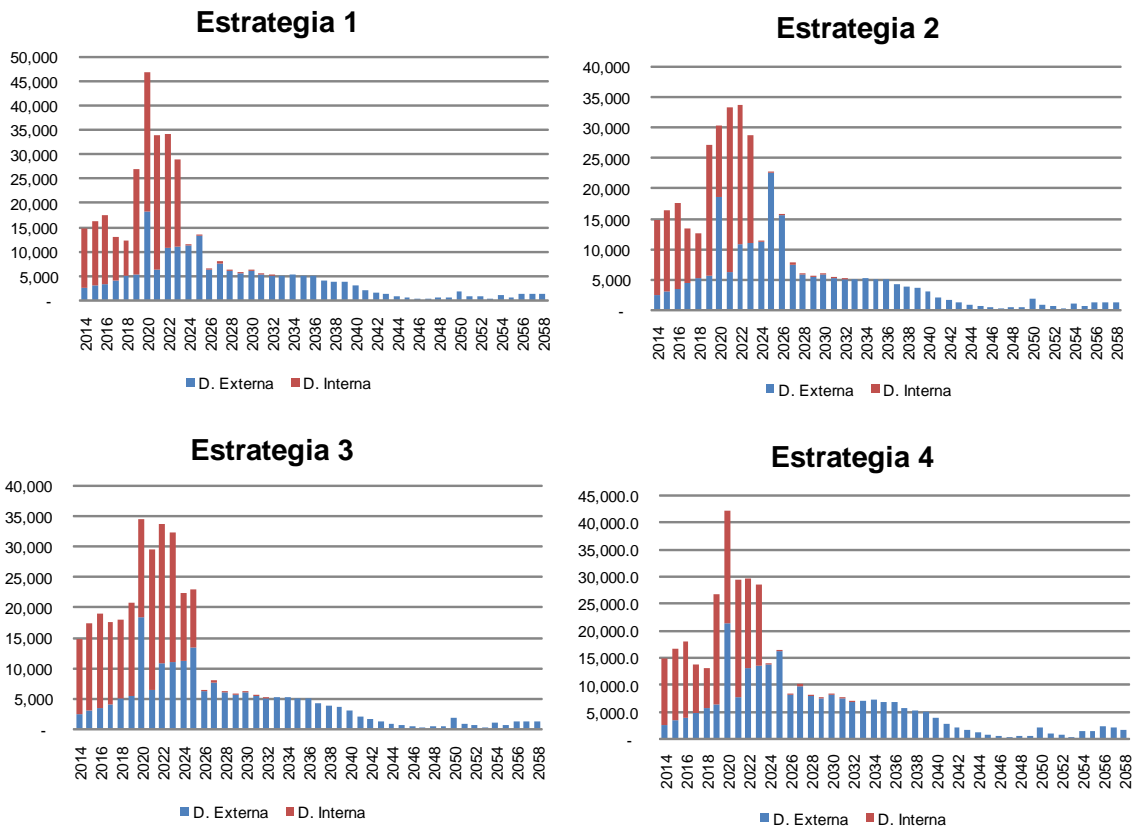


Gráfico 10. Proyección de Amortizaciones de deuda externa e interna
(En millones de lempiras)



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 (ATR, por sus siglas en inglés), el cual en el año base 2013 partió de 7.4 años.
- Se observa un deterioro de este indicador bajo las cuatro estrategias. Esto se debe a la mayor contratación de deuda externa a tasas variables (en el caso de acreedores multilaterales) así como también a la emisión de mayor deuda interna cuyos plazos son reducidos, en todos los escenarios.
- La Estrategia 4 es la que presenta el mejor perfil del indicador ATR que llega a 6.9 años en 2018, debido a que considera mayor emisión de deuda externa. La Estrategia 1 (Programa Monetario) es la que registra el menor nivel en este indicador alcanzando 6.3 años en 2018, consecuente con los mayores niveles de deuda interna asumidos.
- 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 también sufre un deterioro significativo con respecto al punto de partida de 2013. En promedio este indicador registra un deterioro de 7.8% para todas las estrategias, siendo la Estrategia 3 la que registra un menor deterioro alcanzando 23.9% a finales del 2018. La Estrategia 4 es la que presenta el mayor incremento de este indicador que alcanza 30.9% en 2018, denotando 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), siendo que es la que considera mayor financiamiento externo y, consecuentemente, el mayor nivel de deuda a tasas variables.
- Respecto del indicador de cartera de deuda a tasa fija, las estrategias 1 a 3 denotan valores por encima del 80%. La Estrategia que presenta el mayor componente de tasa de interés fija es la Estrategia 3 –que considera la emisión de un bono soberano en 2015 por US\$750 millones para refinarciar vencimientos de la deuda interna, en tanto que la Estrategia 4 presenta el menor componente de tasa fija que alcanza un valor de 77.2% en 2018, siendo que es la que considera mayor financiamiento externo y, consecuentemente, el mayor nivel de deuda a tasas variables.
- Así, en términos de exposición de tasa de interés, la Estrategia 3 presenta la menor exposición, aunque no necesariamente al menor costo financiero como se muestra en la siguiente sección.

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 (59.2% del total de la deuda en 2018) dado que consideran el mismo nivel de deuda externa, y dada la consecuente preponderancia de la deuda interna en las mismas.
- Por su parte, la Estrategia 4 es la que presenta la mayor exposición a las variaciones del tipo de cambio (68.9% del total de la deuda en 2018), donde la misma contempla los mayores niveles de desembolsos de deuda externa.

H.5 Análisis de Costo y Riesgo

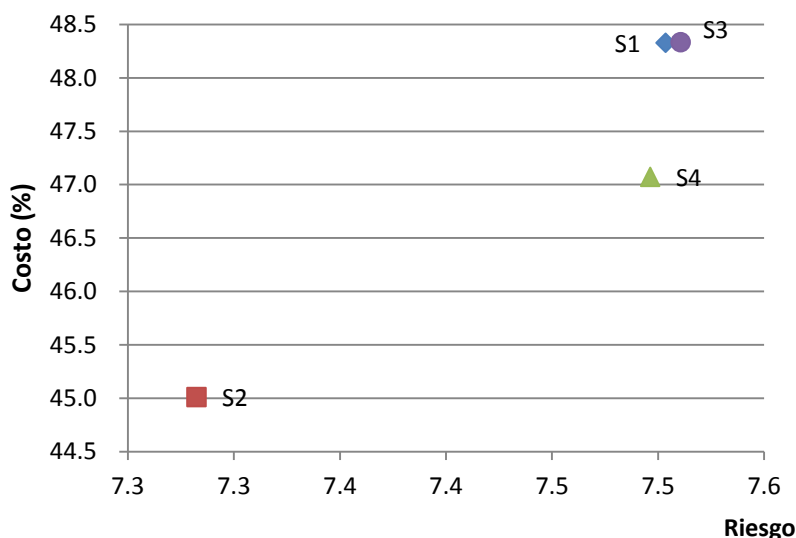
En el contexto de deuda pública, el riesgo se asocia con la posibilidad de que el costo del servicio de la deuda pública varíe respecto de su valor esperado, ante cambios en variables de mercado: tipo de cambio y tasas de interés.

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 (2015), retornando a la tasa de 5% en adelante.
- Shock de tipo de cambio 2: Depreciación de 30% en el año 2 de la proyección (2015), 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.

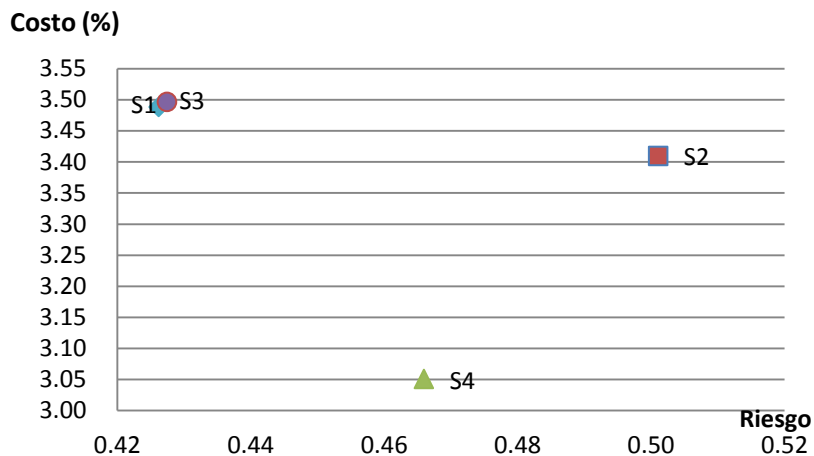
Sobre la base de las estrategias establecidas y la combinación de shocks en las variables de mercado, a continuación se presentan los resultados respecto a costo y riesgo de manera comparativa para las estrategias de financiamiento:

Gráfico 11
Costo y Riesgo: Valor Presente de la Deuda/PIB



- 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 1,3,5 y 7 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 2018, debido a la mayor utilización de endeudamiento interno a plazos de vencimiento más cortos y tasa de interés más altas. Así, el valor actual de la deuda pública como porcentaje del PIB alcanzaría 48.3 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 2015) es la opción menos costosa y riesgosa en términos de acumulación de deuda.

Gráfico 12
Costo y Riesgo: Pago de Intereses a finales de 2018 (% PIB)



- Las cuatro estrategias muestran resultados en el rango de 3.0% y 3.4% para finales de 2018 en cuanto a pago de intereses como porcentaje del PIB. Las Estrategia 1 y 3 se presentan como las más costosas y las menos riesgosas – congruente con las mayores emisiones de deuda interna asumidas a tasas fijas más elevadas.
- Por su parte, la Estrategia 4 (que limita las emisiones de deuda interna), presenta el menor nivel de costo de todas las estrategias -medido en 2018, aunque no necesariamente el menor riesgo dados los mayores niveles de endeudamiento externo los cuales incluyen la contratación de préstamos a tasas variables como es el caso del financiamiento de acreedores multilaterales.

Considerando el análisis presentado, la Estrategia 4 es la que presenta la menor combinación de costo y riesgo (3.4% del PIB) medido en términos del pago de intereses con respecto al PIB al final del periodo de implementación de la Estrategia (2018), seguida por la Estrategia 2, 1 y 3. Este resultado refleja quizá una opción más realista para la gestión de la deuda pública, considerando la situación del mercado de deuda interna en Honduras y los retos que presentaría la colocación 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.

En este contexto, dadas las necesidades fiscales proyectadas, las cuales a pesar de los ajustes fiscales asumidos requerirán de la búsqueda de nuevo financiamiento en las condiciones más favorables, la gestión del financiamiento externo posiblemente deberá prever la contratación de mayores niveles de endeudamiento externo.

I. Conclusiones

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

Cuadro 21. Indicadores de la Estrategia de Deuda de Mediano Plazo 2015-2018

	2015	2018
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)	11.8-12	11-12.5
Composición de Monedas (% moneda nacional)	30-33%	≥ 35%
Composición de tasa de interés (% Tasa Fija)	≥ 80%	≥ 80%
Riesgo de Refijación de tasa de interés (años)	6.9-7.2	6.3-7.0
Vencimiento como % de la cartera		
< 1 año	8.3%	8-9%
< 3 años	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 AC, 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 podría estar 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 compulsivas para la adquisición de Bonos.** Actualmente, las colocaciones de Bonos de la AC en el sistema bancario interno representan aproximadamente el 9,4% de los depósitos y menos del 5% de sus activos. La tenencia está muy cerca del porcentaje del encaje bancario que se puede constituir con “Bonos Encajables”, lo que estaría indicando un bajo interés por parte de las entidades bancarias de realizar compras voluntarias de estos instrumentos. Sin recurrir a estas prácticas, y considerando lo señalado en el punto anterior, se puede generar demanda de Bonos con los propios vencimientos.
- **Alargamiento de los plazos en los bonos de deuda interna.** Considerando el alto riesgo de refinanciamiento derivado de los vencimientos de títulos públicos, es necesario promover emisiones de bonos a plazos más extendidos (5 y 7 años) bajo condiciones estandarizadas. Sin embargo, para posibilitar este resultado, se deben considerar también 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 AC, lo que incrementa sustancialmente el riesgo de refinanciamiento. En este sentido, se sugiere estructurar las posibles nuevas colocaciones de bonos soberanos suavizando el perfil de vencimientos (*soft-bullet*), en la medida de lo posible, considerando las necesidades de financiamiento.

- **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 80%. Así, se sugiere 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.