



FACULTAD DE POSTGRADO

TESIS DE POSTGRADO

**LA EMISIÓN DE BONOS SOBERANOS DEL ESTADO DE
HONDURAS Y SU COLOCACIÓN EN EL MERCADO
INTERNACIONAL**

SUSTENTADO POR:

ANNER JOSÉ MENDOZA ARGEÑAL

JOSÉ LORENZO COTO CUESTAS

**PREVIA INVESTIDURA AL TÍTULO DE
MÁSTER EN DIRECCIÓN EMPRESARIAL**

TEGUCIGALPA, FRANCISCO MORAZÁN, HONDURAS, C.A.

JULIO, 2015

UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA CENTROAMERICANA

UNITEC

FACULTAD DE POSTGRADO

AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR

LUIS ORLANDO ZELAYA MEDRANO

SECRETARIO GENERAL

ROGER MARTÍNEZ MIRALDA

VICERRECTOR ACADÉMICO

MARLON BREVÉ REYES

DECANO DE LA FACULTAD DE POSTGRADO

**LA EMISIÓN DE BONOS SOBERANOS DEL ESTADO DE
HONDURAS Y SU COLOCACIÓN EN EL MERCADO
INTERNACIONAL**

**TRABAJO PRESENTADO EN CUMPLIMIENTO DE LOS
REQUISITOS EXIGIDOS PARA OPTAR AL TÍTULO DE
MÁSTER EN
DIRECCIÓN EMPRESARIAL**

**ASESOR METODOLÓGICO
CARLOS AUGUSTO ZELAYA OVIEDO**

**ASESOR TEMÁTICO
DOUGLAS ANTONIO ZELAYA**

**MIEMBROS DE LA TERNA
JOSÉ MAURICIO FIALLOS
MARCO ANTONIO MARTÍNEZ**

FACULTAD DE POSTGRADO
LA EMISIÓN DE BONOS SOBERANOS DEL ESTADO DE
HONDURAS Y SU COLOCACIÓN EN EL MERCADO
INTERNACIONAL

ANNER JOSÉ MENDOZA ARGEÑAL

JOSÉ LORENZO COTO CUESTAS

Resumen

El presente proyecto de investigación se desarrolló tomando en consideración el desconocimiento identificado en la población, en relación a la emisión y colocación de bonos soberanos en el mercado internacional, así como, la identificación de aquellos beneficios y riesgos que conlleva para nuestro país la contratación de este tipo de deuda. El propósito de la investigación fue facilitar la información necesaria que permita ampliar los conocimientos hacia la población en general; la información fue obtenida de las encuestas aplicadas a empleados del nivel técnico de cada una de las Direcciones de la Secretaría de Finanzas, además, para complementar el estudio se abordó parte del personal que integro la Comisión Técnica Evaluadora del proceso de emisión y colocación de bonos soberanos; lo anterior a través de la aplicación de un cuestionario para evaluar el nivel de conocimiento de los encuestados y valorar la opinión de los expertos e implicados. Los datos obtenidos demostraron que el principal beneficio fue la obtención de recursos a través de disponibilidades de liquidez en los mercados internacionales, para cubrir la brecha fiscal generada por el desfase en las recaudaciones tributarias y cumplir con los compromisos de deuda flotante en el pago de bienes y servicios prestados; dado lo anterior la investigación concluye con una propuesta a través de un estudio detallado sobre la influencia que ejerce en las finanzas públicas la emisión y colocación de bonos soberanos en el mercado internacional.

Palabras claves: Bonos, Colocación, Deuda, Emisión, Déficit Fiscal, Beneficios, Riesgos.



FACULTAD DE POSTGRADO

BOND ISSUE SOVEREIGN STATE OF HONDURAS AND PLACEMENT IN THE INTERNATIONAL MARKET

Abstract

This research project was developed taking into consideration the lack identified in the population, in connection with the issuance and placement of sovereign bonds in the international market, as well as identifying those benefits and risks for our country hiring this type of debt. The purpose of the research was to provide the necessary information to expand knowledge to the general population; information was obtained from the surveys to employees of the technical level of each of the Directorates of the Ministry of Finance, in addition, to complement the study addressed the staff who joined the Evaluation Technical Commission of the process of issuance and placement sovereign bonds; above through a questionnaire to assess the level of knowledge and opinion of respondents value the opinion of experts and involved. The data obtained showed that the main benefit was to obtain resources through the availability of liquidity in international markets to cover the fiscal gap caused by the gap in tax revenues and meet the commitments of floating debt in payment for goods and rendered services; Given previous research concludes with a proposal through a detailed study of the influence on public finances the issue and placement of sovereign bonds in the international market.

Keywords: Bond, Placement, Debt, Issue, Fiscal Deficit, Benefits, Risks.

DEDICATORIA

Dedicamos esta Tesis de Maestría a quienes con nosotros emprendieron esta meta que hoy concluye con el éxito alcanzado, a las personas que forman parte de nuestras vidas y que nos impulsaron a continuar día a día en este largo proceso, a aquellos que representan una motivación para seguir adelante y a quienes sin esperar nada a cambio nos brindaron su apoyo incondicional. A Dios gracias por permitirnos que ellos (a) formen parte de nuestras vida.

A nuestros padres Mary Blanca Argeñal y Blanca Lidia Cuestas - José Lorenzo Coto Q.D.D.G.

A nuestros hermanos Alejandra Argeñal y Mirian Yaneth Hernández.

AGRADECIMIENTO

Agradecemos a Dios por nuestras vidas y por darnos la fortaleza para continuar en los momentos más difíciles de nuestra carrera, por bendecirnos día a día con importantes lecciones y experiencias vividas y por la oportunidad de concluir esta etapa con un logro más alcanzado en nuestras vidas.

A nuestros padres Mary Blanca Argeñal y Blanca Lidia Cuestas-José Lorenzo Coto Q.D.D.G., amigos y consejeros que nos brindaron parte de su tiempo para ofrecernos su valiosa colaboración.

Finalmente a las personas que estuvieron presentes en todo momento en esta carrera, gracias por sus palabras de apoyo, consejos que nos orientaron a tomar las decisiones correctas en los momentos oportunos, a todos ellos ¡Gracias!

INDICE DE CONTENIDO

CAPÍTULO I. PLANTEAMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN	1
1.1 INTRODUCCIÓN	1
1.2 ANTECEDENTES DEL PROBLEMA	3
1.3 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA.....	5
1.3.1 ENUNCIADO DEL PROBLEMA.....	5
1.3.2 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA	6
1.3.3 PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN	6
1.4 OBJETIVOS DEL PROYECTO.....	6
1.4.1 OBJETIVO GENERAL	6
1.4.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	7
1.5 JUSTIFICACIÓN.....	7
CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO	8
2.1. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN ACTUAL	8
2.1.1 ANÁLISIS DEL MACRO-ENTORNO	8
2.1.2 ANÁLISIS DEL MICRO-ENTORNO.....	19
2.1.3 ANÁLISIS INTERNO	21
2.2 CONCEPTUALIZACIÓN	25
2.3 MARCO LEGAL	28
❖ Ley Orgánica del Presupuesto, Decreto Legislativo No.83-2004.	28
❖ Decreto Legislativo No. 183-2012	29
❖ Decreto Legislativo No. 242-2013	30
CAPÍTULO III. METODOLOGÍA.....	31
3.1. CONGUENCIA METODOLÓGICA	31
3.1.1. IDENTIFICACIÓN DE LAS VARIABLES.....	31
3.1.2. RELACIÓN DE LAS VARIABLES.....	32
3.1.3. OPERACIONALIZACIÓN DE LAS VARIABLES	34
3.2. ENFOQUE Y MÉTODOS	35
3.3 DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN.....	36
3.3.1 POBLACIÓN	38
3.3.2 MUESTRA.....	38
3.3.3 UNIDAD DE ANÁLISIS.....	39
3.3.4 UNIDAD DE RESPUESTA	39

3.4	TÉCNICAS E INSTRUMENTOS APLICADOS.....	39
3.4.1	TÉCNICA.....	39
3.4.2	INSTRUMENTO	40
3.5	FUENTES DE INFORMACIÓN.....	40
3.5.1	FUENTES PRIMARIAS.....	40
3.5.2	FUENTES SECUENDARIAS	40
CAPÍTULO IV. RESULTADOS Y ANÁLISIS.....		41
4.1	ANÁLISIS DE RESULTADOS DE ENCUESTA	41
4.1.1	MEDIDAS DE TENDENCIA CENTRAL	53
4.2	ANÁLISIS DE RESULTADOS DE ENTREVISTA.....	55
4.2.1	BENEFICIOS DE LA EMISIÓN DE BONOS.....	55
4.2.2	RIESGOS DE LA EMISIÓN DE BONOS	58
4.2.3	COMPORTAMIENTO DE LA EMISIÓN DE BONOS SOBERANOS	60
4.2.4	PRINCIPALES CAUSAS QUE ORIGINAN LA EMISIÓN DE BONOS SOBERANOS. 65	
4.2.5	SITUACIÓN ACTUAL RESPECTO A LA EMISIÓN BONOS SOBERANOS Y SU COLOCACIÓN EN EL MERCADO INTERNACIONAL	68
CAPÍTULO V. CONCLUSIONES Y RECOMEDACIONES.....		72
5.1.	CONCLUSIONES	72
5.2.	RECOMENDACIONES	74
CAPÍTULO VI. APLICABILIDAD		75
6.1	ESTUDIO DETALLADO SOBRE LA INFLUENCIA QUE EJERCE EN LAS FINANZAS PÚBLICAS LA EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS SOBERANOS.	75
6.2	INTRODUCCIÓN	76
6.3	DESCRIPCIÓN DE LA PROPUESTA	76
6.3.1	ENDEUDAMIENTO EXTERNO	77
6.3.2	SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA	79
6.3.3	INVERSIÓN PÚBLICA	83
6.3.4	DÉFICIT FISCAL.....	84
6.4	COMO EFICIENTAR LAS RECAUDACIONES TRIBUTARIAS PARA MEJORAR LOS DESEQUILIBRIOS FISCALES.....	87
6.5	PRESUPUESTO	89
6.6	CRONOGRAMA DE EJECUCIÓN	90
REFERENCIA BIBLIOGRAFICA.....		92
ANEXOS.....		95

ÍNDICE DE FIGURAS

1. Proceso de Colocación de Bonos Soberanos.....	25
2. Diagrama de Relación de Variables.....	32
3. Diagrama de Relación de Enfoques.....	36
4. Esquema del Proceso de Investigación.....	37
5. Análisis de Opinión en Relación a la Utilización de la Medida por Parte del Gobierno de Honduras.....	42
6. Análisis de Opinión Sobre Estrategia de Obtención de Recursos.....	43
7. Análisis de Opinión Sobre Beneficio a la Población.....	44
8. Análisis de Opinión Sobre Riesgo de la Emisión y Colocación de Bonos.....	45
9. Análisis de Opinión sobre el Manejo de los Fondos.....	46
10. Análisis de Opinión sobre el Capacidad Financiera para Honrar la Deuda.....	47
11. Análisis de Opinión sobre Disyuntiva.....	49
12. Análisis de Opinión sobre Oportunidad de Acceso a Recursos.....	50
13. Análisis de Opinión sobre Repercusiones en el Largo plazo.....	51
14. Análisis de Opinión sobre Información Brindado Por del Gobierno.....	52
15. Medidas de Tendencia en Relación a la Anuencia de la Población respecto a la Emisión de Bonos Soberanos.....	53
16. Medidas de Tendencia en Relación a la Consideración de la Población sobre la Capacidad Financiera del estado para Honrar la Deuda Contraída.....	54
17. Porcentaje de Participación por Inversionistas.....	61
18. Porcentaje de Participación por País.....	61
19. Saldos Fiscales en algunos Países de America Central.....	66
20. Déficit Fiscal de la Administración Central 2010-2013.....	67
21. Diagrama de Ishikawa.....	70
22. Composición de la Deuda Pública 2012-2013.....	82

INDICE DE TABLAS

1. Actividades para la Emisión de Un Bono Soberano Global.....	22
2. Matriz de Operacionalización de las variables.....	29
3. Detalle de Servicios Contratados y Costos Pagados.....	62
4. Uso de los Fondos de la Primera Colocación de Bonos Soberanos.....	64
5. Uso de los Fondos de la Primera Colocación de Bonos Soberanos.....	65
6. Resumen de Gasto Corriente de la Administración Central, 2012-2013.....	80
7. Financiamiento del Déficit de la Administración Central.....	85
8. Presupuesto de Presentación de la Propuesta.....	89
9. Cronograma de Ejecución.....	90
10. Verificación de la concordancia del documento con el plan de acción.....	91

CAPÍTULO I. PLANTEAMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN

En el presente capítulo se detallan los elementos relacionados en referencia a la problemática planteada, iniciando con el prelude de la investigación introduciendo formalmente el objeto del estudio y los procesos necesarios para llevar a cabo el mismo. El planteamiento de la investigación está delimitado en forma clara y precisa por los antecedentes y enunciado del problema que dan origen al presente estudio; además, comprende las preguntas de investigación, el objetivo general y objetivos específicos, por último, se expresa la justificación y el propósito de la investigación.

1.1 INTRODUCCIÓN

El presente trabajo de Tesis de Postgrado se realizó previo a la investidura al Título de Master en Dirección Empresarial. El estudio de investigación trata de la emisión de bonos soberanos del Estado de Honduras y su colocación en el mercado internacional.

Para desarrollar la investigación, fue necesario llevar a cabo un proceso metodológicamente estructurado con lógica secuencial, el cual inició con el planteamiento de la investigación donde se detallaron los antecedentes que fundamentan el estudio de investigación, seguidamente se puntualizó en el enunciado del problema que estableció a su vez los elementos importantes para servir de directrices y guías de orientación en el proceso investigativo. En base a lo anterior se formuló el problema, determinando así las preguntas de la investigación orientadas a buscar respuestas para finalmente establecer objetivos que sirvieron de ruta para señalar lo que se pretendió indagar en la investigación.

Posteriormente se elaboró el marco teórico, manera de abordar y profundizar en la reseña bibliográfica de las fuentes informativas en relación a la emisión de bonos soberanos del Estado de Honduras y su colocación en el mercado internacional considerando aquellas teorías que sustentan el estudio, desde una amplia perspectiva que incluye un análisis de la situación actual tanto en el macro y micro entorno y análisis interno; comprende además la conceptualización y el marco legal aplicable.

Posteriormente se desarrolló la metodología, donde se estableció el diseño y enfoque de la investigación, se aplicaron técnicas e instrumentos que proporcionaron la información necesaria para llevar el proceso de indagación a la práctica a partir de las fuentes primarias y secundarias que complementaron en estudio del mismo.

En el capítulo IV incluye la información obtenida y los datos recabados a partir de las técnicas de investigación como fuentes primarias e información oficial de la Secretaría de Finanzas y otras entidades como fuentes secundarias. Los datos e información se relacionaron con los objetivos inicialmente establecidos en el planteamiento de la investigación, fundamentado los resultados obtenidos y profundizando en el análisis de los datos. Luego se presentan las conclusiones y recomendaciones del proceso indagatorio en base a los objetivos planteados, a las variables de estudio y las hipótesis de la investigación.

Finalmente, en el capítulo VI se concluye con una propuesta en base a uno de los objetivos específicos, dicha propuesta incluye un estudio detallado sobre la influencia que ejerce en las finanzas públicas la emisión de bonos soberanos y su colocación en el mercado internacional. El estudio se estructuró en función de las implicaciones que representa para el país la utilización de esta medida, en términos de; niveles de endeudamiento externo, análisis de deuda pública,

presiones de pago sobre las finanzas públicas como parte del cumplimiento y la presión que ejerce el servicio de la deuda externa, además de las implicaciones directas negativas en relación a los programas de inversión pública de Estado.

1.2 ANTECEDENTES DEL PROBLEMA

En el contexto de las finanzas del Estado de Honduras, la evolución de las mismas ha generado un reto importante de controlar y al cual se han enfrentado las autoridades gubernamentales. Según datos publicados por la Secretaría de Finanzas, el déficit fiscal del Gobierno Central se ha ido incrementando en los últimos años, con un aumento del 2.4% del PIB en 2008 a 6% en 2012; lo anterior generado por el desfase en las recaudaciones tributarias o un menor crecimiento de los ingresos con respecto a lo programado, además por presiones en el alza de los gastos, principalmente por el excesivo endeudamiento, el incremento en el pago de los intereses derivados de la deuda, las transferencias corrientes y los salarios.

El déficit fiscal del Presupuesto General del Gobierno ha ido empeorando desde el 2008, el aumento de la deuda pública especialmente la deuda interna, ha hecho subir la presión sobre las finanzas públicas, por lo que el desempeño de las finanzas gubernamentales ha sido inestable durante los últimos 10 años, con episodios de desfases fiscales, puesto que una gran parte del déficit fiscal ha coincidido con años de elecciones; por lo que, las medidas correctivas aplicadas para limitar la acumulación de déficit de una administración a la siguiente en el pasado, no han arrojado una reducción a largo plazo en el déficit fiscal durante los últimos 10 años.

Según datos publicados por el órgano rector de las finanzas del Estado de Honduras (Secretaría de Finanzas), aún y cuando las autoridades de gobierno hayan instrumentalizado

políticas para la focalización del gasto en busca de una disciplina y la racionalización del gasto público, así mismo la implementación de medidas orientadas al fortalecimiento de mecanismos de recaudación tributaria, a fin de lograr una mayor recaudación en los tributos, sin embargo; las finanzas públicas continuaron en la misma línea de desfase presupuestario mostrando un status deficitario, ya que la disponibilidad de recursos financieros no correspondían para cumplir en su totalidad con las obligaciones asumidas por el Estado en materia salarial, estatutos laborales e inversión pública; lo que propicio que el Gobierno recurriera al endeudamiento interno y externo por falta de liquidez.

Considerando que el país ha venido atravesando en los últimos años un desequilibrio fiscal, el cual exige ajustes que permitan modificar gradualmente la estructura del gasto público y los niveles del servicio de la deuda y que es facultad de Estado la emisión y colocación de títulos, bonos u otras obligaciones, así como la emisión y colocación de títulos valores cuyos vencimientos superen el Ejercicio Fiscal.

Siendo Honduras un país Post-HIPC¹, con distintas limitaciones en la recaudación de ingresos para hacerle frente a las necesidades financieras; La Secretaría de Finanzas (SEFIN), en su condición de ente administrador/rector de las finanzas públicas del Estado de Honduras y tomando en consideración las necesidades de recursos para el ejercicio fiscal 2013, las alternativas de financiamiento disponibles y la búsqueda de la sostenibilidad económica-financiera del país; la Secretaría de Finanzas realizó las gestiones en busca de soluciones factibles para lograr mejorar la situación financiera del país. La Comisión de Crédito Público, responsable de la formulación de la Política de Endeudamiento Público en representación del poder ejecutivo y basado en el Artículo 66, Decreto Legislativo No.083-2004 contentivo de la Ley Orgánica del

¹ Heavily Indebted Poor Countries: países pobres altamente endeudados

Presupuesto; presento una propuesta de emisión de un Bono Soberano al Gabinete Económico en el mes de octubre del año 2012, como solución para hacerle frente a la difícil situación financiera que enfrentaban las finanzas públicas.

1.3 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA

1.3.1 ENUNCIADO DEL PROBLEMA

La Secretaría de Finanzas en su condición de órgano rector de las finanzas públicas del Estado, ha emitido informes financieros y presupuestarios que demuestran que las finanzas del Estado han venido atravesando en los últimos años por desequilibrios fiscales altos, las necesidades de financiamiento reales han crecido en la medida que se han visto afectadas las recaudaciones tributarias; razón por la cual el Gobierno ha buscado alternativas de financiamiento. La emisión y colocación de bonos soberanos ha sido una alternativa de financiamiento utilizada por el Gobierno de Honduras, como una medida de captación de recursos adicionales para cubrir los desfases presentados en años anteriores en las metas programadas de recaudación de ingresos y liquidación del Presupuesto General de Ingresos y Egresos de la República.

Si las finanzas públicas no presentan mejoría en el tiempo, esta medida de colocación de bonos puede convertirse para el Gobierno en una alternativa recurrente de obtención de recursos, lo que conlleva a mayor endeudamiento en el corto plazo, presentándose como un mal necesario, situación que puede resultar en un aumento de inestabilidad económica y mayor desequilibrio de las finanzas públicas, en ese sentido; el propósito de nuestro estudio es conocer la influencia que representa para las finanzas públicas la emisión y colocación de bonos soberanos en el mercado internacional como una alternativa de captación de recursos utilizada por el Gobierno, con la

finalidad de facilitar información e identificar los beneficios y riesgos que derivan de la emisión y colocación de los mismos.

1.3.2 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA

Se ha identificado un desconocimiento en la población, de los beneficios y riesgos que representan para las finanzas públicas la emisión y colocación de bonos soberanos en el mercado internacional, en ese sentido nos preguntamos ¿Qué tan factible es conocer la realidad respecto a los beneficios y riesgos de la emisión de bonos soberanos en el mercado internacional?

1.3.3 PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN

- ❖ ¿Cuáles son los beneficios y riesgos de la emisión de Bonos Soberanos?
- ❖ ¿Cuál ha sido el comportamiento de la emisión de Bonos Soberanos?
- ❖ ¿Cuáles son las principales causas que originan la emisión de Bonos Soberanos?
- ❖ ¿Cuál es la realidad actual respecto a la emisión Bonos Soberanos y su colocación en el mercado Internacional?

1.4 OBJETIVOS DEL PROYECTO

1.4.1 OBJETIVO GENERAL

Facilitar la información necesaria a través de un estudio detallado de la influencia que ejerce la emisión y colocación de bonos soberanos en las finanzas públicas, para dar a conocer los beneficios y riesgos que se derivan de la emisión de bonos soberanos del Estado de Honduras y su colocación en el mercado internacional.

1.4.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

1. Identificar los beneficios y riesgos de la emisión de Bonos Soberanos.
2. Analizar el comportamiento de la emisión de Bonos Soberanos.
3. Determinar las principales causas que originan la emisión de Bonos Soberanos.
4. Proponer un estudio detallado sobre la influencia que ejerce en las finanzas públicas hondureñas la emisión y colocación de bonos soberanos.

1.5 JUSTIFICACIÓN

La emisión y colocación de bonos soberanos en el mercado internacional, es una iniciativa de la Secretaria de Finanzas, aprobada por el Congreso Nacional mediante Decreto 183-2012 del 28 de noviembre de 2012; como una estrategia de captación de recursos para poder hacerle frente a las obligaciones contraídas por el Estado. La propuesta de emisión de bonos se presentó como una alternativa de financiamiento para compensar el déficit fiscal presentado en gestiones anteriores y enfrentar la difícil situación financiera que representaban las finanzas públicas para el gobierno de turno.

Esta medida involucra distintos aspectos para las finanzas públicas, ya que es considerada por los distintos sectores de la economía hondureña, como un paliativo y una medida de alivio a los problemas financieros en el corto plazo, pero el agravio de estos que puede repercutir negativamente en el largo plazo por los altos costos que representa el endeudamiento, al no cumplir con las obligaciones de pago en tiempo y forma. Por lo tanto, nuestra investigación se enfoca en conocer la influencia que ejerce en las finanzas públicas la emisión y colocación de bonos soberanos en el mercado internacional, así como, los beneficios y riesgos que conlleva para nuestro país la contratación de este tipo de deuda.

CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO

El marco teórico en síntesis integra todas las teorías y conceptos abordando cada temática expuesta en esta investigación, es decir en lo referido al análisis de la situación actual, en referencia a la recopilación de criterios más relevantes que los autores exponen sobre los diversos conceptos que caracterizan el análisis desde una perspectiva del macro y micro entorno, y los elementos que fundamentan el estudio en el entorno local. Todos los factores y elementos que implican cada una de las teorías abordadas en el marco de la revisión de la literatura, tienen un alto grado de importancia para el desarrollo del proceso investigativo respecto a la problemática planteada.

2.1. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN ACTUAL

2.1.1 ANÁLISIS DEL MACRO-ENTORNO

2.1.1.1 CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA EN EUROPA Y SUS IMPLICACIONES

Los orígenes de la crisis de deuda soberana que hoy vive Europa se ubican en la economía Griega que registró un crecimiento muy dinámico (4.5% promedio) en el periodo 2000 – 2007 (Eurostat, 2011). Es importante destacar que este comportamiento fue el más alto observado con relación al resto de los países que forman la zona euro. Por otra parte, su déficit público se vio fuertemente impulsado gracias a la rápida expansión de su gasto público, que fue justificado por el hecho de que Grecia fue sede de los juegos olímpicos de 2004.

El financiamiento que obtuvo este país fue fundamentalmente externo. En 2009 se presenta un cambio en el gobierno griego. Hay dos aspectos que destacan: uno, que los datos de déficit

eran el doble de los que oficialmente se habían dado a conocer y; segundo, que la deuda pública es 115% en relación a su Producto Interno Bruto (PIB) (FMI, 2011).

Este hecho marcó la preocupación de los mercados financieros acerca de la viabilidad de pago de la deuda soberana de Grecia. A partir de este momento dio inició la escalada de bajas en las calificaciones de deuda soberana (más adelante explicaremos este aspecto) por parte de calificadoras como Standard & Poor's, Fitch y Moody's. Los indicadores macroeconómicos de la economía griega señalaban que su abultado gasto público, sus bajos ingresos fiscales, y escasa competitividad no le permitirían afrontar sus compromisos crediticios.

De tal magnitud es el problema de deuda soberana en Grecia que en mayo de 2010, la Comisión Europea y el banco Central Europeo aprobaron un rescate sin precedentes por su monto: 110 mil millones de euros para un plazo de tres años con la obligación de que el gobierno se comprometiera a reducir el déficit público por abajo del 3.0% del PIB, llevar a cabo reformas económicas que le permitieran mejorar su competitividad y mandar señales claras a los mercados de que su deuda soberana sería pagada (El mundo, 2011).

El caso de Portugal es similar al griego. Este país aprovechó el uso de la moneda única para emitir deuda a bajo costo y acumular préstamos principalmente externos que se han ubicado más allá de su capacidad de pago. Su bajo nivel de crecimiento, hizo que las calificadoras pusieran nuevamente en duda la capacidad de pago de este país de generar los ingresos para cumplir sin problemas sus compromisos financieros.

A pesar de que el gobierno portugués ha llevado a cabo medidas para reducir el déficit fiscal con reducción de salarios y su congelación, contracción del gasto y aumento de algunos impuestos

como ha sido el caso del IVA, la reacción de los mercados financieros ha sido de escepticismo al considerar que estas medidas son insuficientes lo que se ha traducido en reducciones en las calificaciones de su deuda soberana.

Para España las cosas no han sido muy diferentes. Altos niveles de endeudamiento, la crisis en la industria de la construcción y la caída en picada del consumo privado llevó a una contracción del crédito lo que ha sido el componente más importante de la desaceleración económica.

El descenso del empleo en los últimos años ha llevado a que al mes de octubre del presente año, el desempleo se halla colocado muy cerca de los 5 millones de personas (Eurostat, 2011), el más alto registrado en los países que forman la comunidad económica europea. La destrucción de empleo y la baja en la calificación de su deuda soberana han sido las principales consecuencias de la nueva crisis que enfrenta España en el 2011. Los mercados financieros internacionales han descontado que los ajustes adoptados hasta el momento no garantizan el pago de la deuda externa soberana de este país. Las economías más importantes de la zona euro enfrentarán importantes vencimientos de deuda durante el 2012. Italia debe de refinanciar 270 mil millones de dólares (mmdd) con un pago de 70 mmdd; Francia enfrenta vencimientos de un 40% de un total de deuda de 367 mmdd; y Alemania deberá pagar 285 mmdd (Bloomberg, 2011).

El inicio de una nueva etapa política que comenzó el 21 de diciembre con la toma de protesta del nuevo gobierno que logró mayoría absoluta en el Congreso y que encabeza el Partido Popular podrían mejorar la percepción que tienen los inversionistas sobre España en cuanto al impulso de las reformas económicas que se requiere para que este país mejore su competitividad y permita tener un mercado de trabajo menos rígido.

Lo peor para la crisis de deuda soberana para Europa sucedió el 31 de octubre de 2011 cuando el aún primer ministro griego Papandreou señala que someterá a referéndum las medidas propuestas por la Comisión Europea para que Grecia continúe recibiendo la ayuda pactada para su rescate. Este hecho plantea la posibilidad de que los países con deuda soberana, particularmente Grecia, se declare en suspensión de pagos e incluso salga de la zona euro. Lo que implicaría, entre otras cosas, dejar de tener al euro como moneda curso legal, lo que provocaría una crisis de proporciones desconocidas sobre Europa y con efectos también adversos para el resto de la economía mundial.

De esa fecha al día de hoy se han sumado más economías de la zona euro, con problemas de deuda soberana como es el caso de Italia e Irlanda. Todos estos países tienen como común denominador vencimientos difíciles de cubrir en el corto plazo y la necesidad de aplicar medidas de ajuste macroeconómico y de reformas económicas que permitan reducir su abultado déficit fiscal.

¿Qué es la crisis soberana de deuda?

La crisis de deuda soberana como se mencionó anteriormente inició con el deterioro de la calificación de las emisiones de deuda de Grecia, Portugal y España y recientemente se ha extendido a Italia e Irlanda.

La deuda soberana son títulos que emite un determinado país y representan la promesa de estos de pagar el dinero que le prestan quienes han adquirido dichos títulos. La diferencia entre deuda soberana y deuda externa pública es que la primera se emite en moneda extranjera y la

segunda en moneda nacional. La garantía de quien emite deuda soberana está dada por el país emisor (Banco de España, 2011).

¿De dónde provienen los recursos de que quiénes están dispuestos a adquirir deuda soberana? Las fuentes son muy diversas, sin embargo lo común es que los compradores sean los bancos centrales y las corporaciones financieras internacionales quienes canalizan sus excedentes financieros a la adquisición de estos títulos dado que hasta antes de la reciente crisis fueron los activos más seguros para tenerlos en los diferentes portafolios de inversión.

Por ejemplo, el papel protagónico de Alemania y Francia en cuanto a las exigencias de que las economías altamente endeudadas de la zona euro cumplan con sus compromisos de ajustes macroeconómicos responde al hecho de que precisamente son estos dos países quienes han adquirido ya sea a través de sus bancos centrales o bancos privados el grueso de la deuda de Grecia, Portugal y España. Es decir, ante una eventual moratoria Francia y Alemania, serían los más afectados en cuanto a pérdidas financieras.

¿Por qué hoy la deuda soberana de Grecia, Portugal, España, Irlanda e Italia representan un alto riesgo para los mercados financieros? La solvencia que tenga un país para afrontar sus compromisos financieros depende de la condición económica que presenten. Un país con débil crecimiento, altamente endeudado, con una estructura fiscal vulnerable y con bajos niveles de competitividad reflejará para los compradores de deuda un rápido deterioro en su capacidad de pago.

Esta condición de debilidad en su capacidad de financiamiento externo será evaluado, a través de una calidad crediticia, por parte de las agencias calificadoras de títulos valores como una

inversión de creciente riesgo. Estos criterios son lo que explica los resultados negativos que han obtenido algunas economías de la comunidad económica europea y que amenaza con extenderse a otros países que tendrían que estar pagando mayores tasas de interés para que los mercados financieros continúen comprando su deuda soberana.

2.1.1.2 RIESGO POLITICO Y RENDIMIENTO DE LOS BONOS

En una entrevista de julio de 2012 para el semanario financiero, Mohamed El Erian director de Pacific Investment Management Company (PIMCO), la familia de fondos de renta fija más grande del planeta; manifiesta que a pesar de la relevancia de lo político existen pocos estudios sobre el impacto del riesgo político en el costo de la deuda soberana. No obstante de existir pocos estudios, entre los hallazgos de diversos autores, quienes realizaron los estudios pioneros en el área, se concentraron en el desempeño de la deuda soberana. Definieron el impago como una decisión política en la que se sopesan los beneficios de incumplir un cronograma de pagos con los costos de reputación, el embargo de activos nacionales y las interrupciones de las operaciones comerciales internacionales del país deudor.

Entre otros estudios de investigación, en esta oportunidad enfocada en las variables propiamente políticas, se definió el riesgo de spread soberano: el mercado premia a los gobiernos de derecha y penaliza a los regímenes de izquierda que financian gastos corrientes con incrementos de deuda. Akitoby y Stratmann encontraron también que “el costo de la deuda aumentaba en años electorales” (Jaramillo & Ortiz, 2013, p. 54). Si comparamos ambas investigaciones, el riesgo político juega un papel preponderante en el rendimiento de los bonos soberanos por lo que se percibe al riesgo político como un determinante en el rendimiento de los mismos.

Más allá de existir estudios que revelan la influencia política en el desempeño de la emisión de bonos soberanos, existen además otros factores que generan expectativas en la emisión de bonos como ser: plazos, tasas de interés y déficit fiscal; en cuanto al mediano plazo lidera la emisión de bonos en la bolsa en 2014 y prevalecen en el año 2015 en San José Costa Rica; así lo detalla María Fernanda Cisneros (2015) que sostiene: “Durante el 2014, las emisiones de bonos realizadas en la Bolsa Nacional de Valores (BNV), en el mercado primario, se inclinaron por los vencimientos a mediano plazo, con una menor preferencia por corto plazo, y un bajo atractivo del largo plazo. La prolongada espera de la subida de las tasas de interés en la economía estadounidense, así como el déficit fiscal del país, serían las principales razones por las que los emisores optaron por este tipo de operaciones en el transcurso del año anterior.

Así lo vaticinó Jaramillo Z., (2011) que señaló: “El futuro del mercado internacional de bonos en los próximos años puede resumirse en una palabra: volatilidad. La evolución de la crisis de deuda soberana de los llamados países periféricos de la zona euro (Grecia, España, Portugal e Irlanda), la eventual subida de las tasas de interés en Estados Unidos y ... son fuentes naturales de riesgo para estos mercados” (p.67).

Ante los riesgos expuestos por los autores, quienes inviertan en bonos soberanos solo les resta correr riesgos para generar flujos de efectivo rentables en base a las tasas de interés que ofrezcan los países deudores y su capacidad de pago.

2.1.1.3 MERCADO INTERNACIONAL DE BONOS: ¿DONDE SE TRANSAN LOS BONOS SOBERANOS?

La teoría nos ofrece conceptos enfocados en los bonos y se refiere a ellos como activos financieros también conocidos como instrumentos de deuda de renta fija, que se negocian en los

mercados financieros domésticos y en los mercados financieros internacionales. Según Jaramillo, Ortiz, & Asencio, (2013) afirma: “los bonos soberanos latinoamericanos se cotizan en los mercados global (65,10 por ciento), euromercado (22,38 por ciento), yanqui (7,27 por ciento) y extranjero (5,25 por ciento), siendo los principales emisores Brasil, México, Argentina y Venezuela” (p. 58).

Arcilla (2013) refiere lo siguiente:

Podemos decir que los bonos son títulos de deuda que se emiten para conseguir recursos a través del mercado primario, esto es, relacionándose directamente con el emisor en el momento de puesta en circulación de dichos instrumentos. La obligación del emisor es pagar una suma específica de dinero, en un tiempo fijado, con una tasa de interés establecida (...), de acuerdo con las condiciones de mercado al momento de realizar la colocación de títulos. (p. 8)

Los mercados domésticos e internacionales tienen similitud en cuanto a la negociación o transferencias de recursos monetarios de unidades económicas superavitarias hacia los prestatarios u otras unidades deficitarias. Sin embargo Paolantonio (2002) afirma: “Las decisiones de inversión de los mercados financieros internacionales consideran de manera preponderante algunos factores de riesgo, los que en su conjunto conforman las características distintas de las finanzas internacionales” (p. 16).

Kozikowski (2007) se refiere al mercado internacional y afirma que:

El Mercado internacional de bonos es enorme, (...). Se divide en dos categorías: bonos extranjeros y eurobonos, los primeros provienen de un emisor extranjero, se denominan en moneda nacional y se venden a los inversionista nacionales; los eurobonos se denominan en cierta moneda y se venden a los inversionistas de un país de otra moneda. (p. 163)

La literatura nos muestra que los autores coinciden en el hecho de que el mercado financiero se divide en mercado interno y mercado global, en donde se realizan las transacciones o negociaciones de activos financieros y cuyo fin primordial del conjunto de instituciones y medios que constituyen el mercado financiero, tienen un propósito que es el de canalizar el ahorro que

generan las personas, empresas y gobierno hacia los agentes deficitarios o con necesidades de financiamiento.

2.1.1.4 CALIFICACIÓN CREDITICIA POR RATING

Las agencias calificadoras de riesgos son sociedades anónimas cuyo objeto social exclusivo es la calificación de valores o riesgos relacionados con la actividad financiera, aseguradora, bursátil y cualquier otra relativa al manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público (Arcila Salazar, 2013, p. 60). No obstante lo señalado, en los últimos tiempos las agencias calificadoras de riesgo han sido consideradas como determinantes y grandes responsables en las debacles financieras mundiales recientes. Las empresas que proporcionan calificación crediticia a los emisores de bonos son: Standard & Poors, Moody's Inverstor Service y Fitch IBCA.

Estas agencias emiten periódicamente sus calificaciones, las cuales incluyen una opinión para el largo plazo, una de corto plazo y las expectativas futuras de estas calificaciones. (Millares & Daza, s. f.) Sostiene que: “El negocio de las agencias de calificación se basa en la confianza que en estas empresa depositan los inversores”. El emisor tiene que pagar por el servicio de calificación para que después esta valoración se actualice periódicamente; la mejor calificación es triple A y la peor es D (default), a mejor calificación crediticia, menor es la tasa de interés que paga el emisor sobre su deuda. Por su parte Kozikowski (2007) afirma: “La tasa de interés en el mercado de eurobonos es menor que en los mercados domésticos, el costo de emisión es típicamente mayor, es por ello que solo emisiones grandes son rentables” (p. 169).

Es importante que los países cuenten con una calificación crediticia denominada como buena por las empresas que brindan este servicio de calificadora. En el caso de los países con

calificación crediticia que no denota confianza para los otorgadores de financiamiento o acreedores de deuda soberana, esto representa en cierta medida un mayor castigo en los costos de emisión y colocación de los bonos soberanos, ya que los agentes superavitarios pedirán al país emisor compensar el riesgo de adquirir bonos no calificados, pagar una mayor tasa de interés. Arcilla (2013) menciona: “Las sociedades calificadoras de riesgos son sociedades anónimas cuyo objeto social exclusivo es la calificación de valores o riesgos relacionados con la actividad financiera, aseguradora, bursátil y cualquier otra relativa al manejo aprovechamiento e inversión de recursos captados (...)” (p. 16).

En la evaluación del riesgo crediticio se toman en cuenta factores económicos, políticos y sociales. Un emisor que desea obtener fondos contacta un banco de inversión, este prepara la emisión y la compra con un descuento sobre el valor nominal. Este proceso tarda en promedio seis semanas. Un factor fundamental que tiene mucha relevancia en los mercados de deuda es la prima de riesgo.

Millares & Daza (s. f.) Se refieren a la prima de riesgo como:

La compensación de rentabilidad que los inversores desean tras asumir un mayor riesgo en sus inversiones. Cuanto mayor sea el riesgo percibido por los inversores al comprar deuda soberana, mayor será la prima de riesgo o la compensación que los inversores exigirán para comprarla.

Martínez-Abascal, E. & Fernández, P., (s. f) sostienen: “Esta prima de riesgo es mayor cuando la calidad crediticia (rating) es menor, es decir, cuando las características de la empresa emisora hacen pensar que pueden tener problemas para pagar los intereses” (p. 61). Las obligaciones industriales proporcionan una rentabilidad superior a los bonos del Estado de igual vencimiento, para compensar el mayor riesgo que corre el inversor ya que el emisor puede quebrar, mientras que se supone que el Estado no quiebra.

2.1.1.5 FINANCIAMIENTO CON DEUDA SOBERANA

La emisión de deuda soberana o títulos de deuda de renta fija, ha sido una práctica común de los gobiernos en los últimos años de con la finalidad de obtención de recursos para financiar los presupuestos públicos, es importante tener en cuenta que “el costo de los Estados para conseguir financiación se ha incrementado por la falta de confianza de los inversores en ciertos países de la Zona Euro” (Millares & Daza, s. f., p. 806), los países que gozan de una economía fuerte y buena imagen frente a los inversionistas en cuanto a su capacidad crediticia en la Zona Euro implica que generalmente el costo de su deuda es más bajo. La deuda soberana es representada por los bonos gubernamentales emitidos por los países y son utilizados principalmente como “instrumentos de financiamiento a través de los cuales se acude al mercado de capitales con el propósito de obtener directamente recursos” (Arcilla, 2013, p. 23).

Según Berk, Jonathan & Demarzo, Peter (s. f):

La deuda soberana es aquella que emiten los gobiernos. Los bonos emitidos por el gobierno de los Estados Unidos se llaman títulos del tesoro. Representan el sector aislado del mercado de bonos de ese país. Estos bonos permitían que el Gobierno de los Estados Unidos obtuviera dinero prestado de modo que le era posible gastar con déficit (es decir, gastaba más de lo que percibía por concepto de impuesto sobre ingresos). (p. 786)

En el euromercado se ha desarrollado un importante mercado de obligaciones denominadas (emitidas) en dólares o en cualquier otra divisa emitida en el país emisor. Es lo que se denomina “Eurobonds”. Según Martínez-Abascal, E. & Fernández, P., (s. f.): “Los Estados y grandes empresas emiten regulaciones del propio país con las que pueden ofrecer mejor rentabilidad y, (...), diversifican la divisa en que se endeudan, buscando aquellas que tienen un tipo de interés más bajo y mejores expectativas de revalorización” (p. 57).

2.1.2 ANÁLISIS DEL MICRO-ENTORNO

2.1.2.1 CONTEXTO CENTROAMERICANO

Según estudios del Instituto Centroamericano de Estudios Fiscales, se encontró que en el año 2010 culminó una década de turbulencias en el escenario económico de Centroamérica. Durante ese lapso, las economías de la región atravesaron distintas etapas que representarían efectos económicos importantes sobre las finanzas públicas. “El gasto público aumentó durante los años de la crisis 2008-2009, (...). Lo cual tuvo implicaciones para el financiamiento de los presupuestos públicos en el futuro, en términos de la sostenibilidad del gasto público” (ICEFI, 2011, p. 19).

El sostenimiento de las finanzas públicas no debe entenderse y estar orientado únicamente a la recuperación de los desequilibrios fiscales, la deuda pública se soporta principalmente en la eficiencia de las recaudaciones tributarias de un país. “La sostenibilidad de la deuda puede ser definida como la capacidad de un país para cumplir sus obligaciones de deuda sin recurrir a mecanismos de alivio o sin acumular atrasos en sus pagos” (SEFIN, 2014).

Es imperativo que los países establezcan estrategias de solución para el mediano y largo plazo, por lo que para las finanzas públicas deben tener la capacidad de obtención de recursos para hacerle frente a las obligaciones de gasto público contraídas, además establecer mecanismos que permitan para una justa distribución de los recursos transparentando además las acciones realizadas en materia fiscal para el conocimiento de todos los sectores, así como facilitar y permitir a la población oportunidades de desarrollo que contribuyan el crecimiento económico y la auto sostenibilidad de las finanzas de cada país (ICEFI, 2011).

En los últimos años, los países del Tercer Mundo, en su mayoría sujetos a programas de ajustes y de restricción en el uso de divisas, se han visto obligados a endeudarse desmedidamente. De acuerdo con el estudio conjunto realizado por el Postgrado Centroamericano en Economía y la Universidad nacional Autónoma de Honduras, encontraron que, además de los altos niveles de endeudamiento, los países de la región hicieron uso de un tercio de sus reservas internacionales. “Pero todos estos recursos, (...) no se utilizaron para promover el desarrollo, sino esencialmente para atender el servicio de la deuda externa” (Economía & P.D. (UNAH), 1988, p. 49).

Uno de los hallazgos relevantes que surgieron de la investigación realizado por el Postgrado Centroamericano en Economía y la UNAH, es que los países que contratan deuda tiene una alta presión de los prestamistas nacionales y extranjeros, situación que les imposibilita generar márgenes fiscales positivos en vista que tienen que orientar parte de sus recursos al pago de los compromisos financieros adquiridos; por lo que también se ve perjudicado el crecimiento de los países en virtud de que no hay margen de recursos disponibles para orientarse a la inversión para generas condiciones de desarrollo.

Economía & P.D. UNAH (1988) argumenta:

Los acreedores exigen el pago de la deuda pero para pagarla es preciso el crecimiento económico. Pero no se puede crecer si se está pagando, porque ello anula la capacidad de ahorro interno para la inversión productiva (...), esto es la expresión de la tremenda contradicción entre la deuda, su pago y el desarrollo de los países tercermundistas, asunto que es fácil de entender, pero que la parte del acreedor no quiere aceptar. (p. 5)

El ICEFI afirma que el origen del endeudamiento obedece a que las sociedades gastan sus divisas en mayor cuantía que sus ingresos. Cabe señalar que la mayor parte de la deuda interna de los países subdesarrollados es una deuda flotante, de corto plazo, con vencimientos de menos de un año. Para el caso de Honduras, la SEFIN en cooperación con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), realizo en el 2009 una auditoria forense cuyo propósito fue revisar las

operaciones que generaron la deuda flotante al 2009 y, recomendar medidas para evitar la reincidencia de este hecho, así como implementar mecanismos que permitan su administración eficiente. Economía & P.D. (UNAH) (1988) argumenta que: “naturalmente tan pronto se están cubriendo los vencimientos, se están haciendo nuevas emisiones paralelas” (p. 80).

2.1.2.1 ¿QUIÉNES SE BENEFICIAN DEL GASTO PÚBLICO SOCIAL EN HONDURAS?

Si consideramos que el financiamiento mediante deuda soberana (emisión de bonos soberanos) se utiliza como una salida en el corto plazo para el sostenimiento del gasto público debemos de preguntarnos ¿Quiénes se benefician del gasto público social en Honduras? Un estudio realizado por el Centro de Estudios Distributivos, Laborales y Sociales de la Universidad Nacional de La Plata con la colaboración de otros entes de Gobierno; menciona que los Gobiernos proveen educación y salud de forma gratuita o a precios subsidiados, brindan transferencias monetarias y especies a los más carenciados, ofrece programas de vivienda y empleo, participan en la provisión de agua, saneamiento, recolección de basura y alumbrado y administran diversos programas sociales. (¿Quiénes se Benefician del Gasto Público Social en Honduras?, s. f., p. 13).

Así mismo el estudio concluye que tanto la sociedad hondureña como la comunidad internacional realizan esfuerzos para financiar un amplio conjunto de programas públicos destinados a mejorar el nivel de vida de los habitantes.

2.1.3 ANÁLISIS INTERNO

La salida al mercado internacional de Bonos por parte de Honduras, se da en momentos en los que las perspectivas económicas apuntaron hacia un posible estancamiento en la calidad

crediticia de los bonos soberanos latinoamericanos, generado por el nivel de endeudamiento interno y externo y la falta de capacidad de pago que atravesaba el país (SEFIN, 2013). Colocar bonos soberanos del Estado de Honduras en el mercado internacional, fue la alternativa de captación de recursos para solventar el aumento del déficit presupuestario que se ha venido presentando a través de los años.

Con el objetivo de cumplir con lo autorizado por el Congreso Nacional, la SEFIN definió la siguiente lista de actividades necesarias a concretarse para llevar a cabo la emisión de un Bono Soberano Global:

Tabla 1. Actividades para la emisión de un Bono Soberano Global

No.	ACTIVIDAD	ESTADO
1	Apertura de propuestas, evaluación y selección de bancos de internacionales estructuradores.	Terminado
2	Apertura de propuestas, evaluación y selección de los Bufetes Internacionales.	Terminado
3	Apertura de propuestas, evaluación y selección de los Bufetes Nacionales.	Terminado
4	Proceso de recolección de Información y preparación del Documento “Offering Memorándum”	Terminado
5	Contratación de Agente Fiscal	Cerrado
6	Publicar Offering Memorándum	Cerrado
7	Road Show y Venta de Bonos	Cerrado
8	Cierre de Transacción	Cerrado

Fuente: (Sefin, 2013)

2.1.3.1 SELECCIÓN DE BANCOS Y BUFETES

Los bufetes son las entidades que representan legalmente al Estado en el proceso de colocación de los bonos soberanos. una vez autorizado por el Congreso Nacional el proceso de emisión del bono soberano, la Dirección General de Crédito Público realizó una solicitud de propuesta a diez bancos de inversión internacionales, con experiencia en el manejo de bonos soberanos de países latinoamericanos, sobre la gestión de la estructuración, comercialización, fijación de precios y la colocación de la emisión del Bono Soberano, respondiendo a esta solicitud seis (6) bancos estructuradores dentro del límite de fecha y hora que fueron fijados en la solicitud. Por tal motivo, se constituyó una comisión evaluadora que pudiera analizar y proponer 2 bancos, dentro de las propuestas presentadas para la selección de bancos de inversión para la gestión de estructuración, comercialización, fijación de precios y la colocación de la emisión de bonos soberanos.

Según (SEFIN, 2013) menciona: “la Comisión Evaluadora fue integrada por autoridades de la Secretaría de Finanzas, la Oficina de Asistencia Técnica del Tesoro Americano y un Consultor Internacional contratado en específico para este tema”. Las conclusiones fueron plasmadas en el Acta del Proceso de Evaluación de las propuestas para la emisión de bonos soberanos Globales y se presentó a decisión del Gabinete Económico de las Propuestas seleccionadas quien optó por seleccionar los mismos bancos propuestos por la Comisión; Cabe mencionar que la Comisión y la SEFIN, tuvieron el apoyo y retroalimentación formal de personal del BID y BCIE.

Según informes de colocación publicados por la Dirección General de Crédito Público, se encontró que la Dirección antes mencionada, por medio de la comisión conformada para estos propósitos realizó la solicitud de propuesta a cinco Bufetes Internacionales para el apoyo en la

gestión de la estructuración, comercialización, fijación de precios y la colocación de la emisión del Bono Soberano Global, respondiendo a esta solicitud cinco (5) Bufetes Internacionales dentro del límite de fecha y hora que fueron fijados en la solicitud de propuesta. En tal sentido la comisión evaluadora propuso al Gabinete Económico, utilizar los servicios de uno de los bufetes, que cumplió con todos los requisitos exigidos.

Con el fin de contar con el apoyo de Bufetes Nacionales, se realizó una solicitud de propuesta a tres Bufetes Nacionales para la gestión de la estructuración, comercialización, fijación de precios y la colocación de la emisión del Bono Soberano Global, respondiendo dentro del límite de fecha y hora que fueron fijados en la solicitud la propuesta de tres bufetes; La comisión evaluadora propuso al Gabinete Económico el Bufete que cumplió con todos los requisitos para las gestiones antes descritas.

Con el fin de elaborar el documento legal denominado “Offering Memorándum” indispensable para la operación de colocación y que contiene información histórica y macroeconómica del país, se solicitó a diferentes dependencias su colaboración en la presentación de información necesaria y requerida en dicho documento, asimismo se estableció una comisión con personal de la Secretaría de Finanzas, Asesoría del Tesoro Americano y el Banco Central de Honduras, con el fin de recopilar y redactar la información para el documento mencionado. El documento “Offering Memorándum” debe ser revisado y actualizado en cada operación de colocación de bonos soberanos con el fin de que la información utilizada tenga relación con las cifras macroeconómicas más actuales posibles.

Para una mayor comprensión de la colocación de un Bono Soberano en el mercado financiero internacional se presenta el siguiente proceso llevado a cabo por la Dirección de Crédito Público:

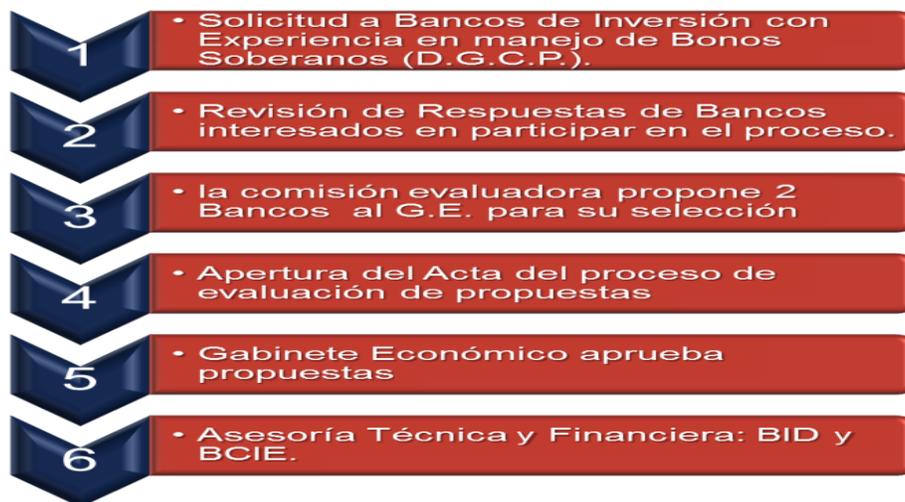


Figura 1. Proceso de Colocación de Bonos Soberanos

2.2 CONCEPTUALIZACIÓN

Bonos: es un título que venden los gobiernos y corporaciones para obtener dinero de los inversionistas hoy a cambio de la promesa de pago futuro. Los términos del bono se describen como parte del certificado del bono, que indica las cantidades y fechas de todos los pagos por hacer. Dichos pagos se pagan hasta una fecha final del pago del saldo, llamada fecha de vencimiento del bono. El tiempo que resta para la fecha final de pago se conoce como plazo del bono.

Es común que los bonos hagan dos tipos de pagos a sus poseedores. Los pagos del interés prometido por un bono se llaman cupones. Por lo general, el certificado del bono especifica que los cupones se pagaran en forma periódica hasta la fecha del vencimiento del bono. El principal o valor nominal de un bono es la cantidad conceptual que se usa para pagar los pagos de interés. (Berk, Jonathan & Demarzo, Peter, s. f., p. 212).

Eurobonos: “son emisiones en dólares fuera de Estados Unidos, no necesariamente en Europa. Este término proviene de la Guerra Fría, cuando los soviéticos tenían dólares depositados en los bancos europeos para evitar eventuales confiscaciones del gobierno de Estados Unidos” (Jaramillo, Ortiz, & Asencio, 2013, p. 58). Martínez-Abascal, E. & Fernández, P., (s. f.) afirma: “los eurobonos son aquellos emitidos en divisa distinta del país emisor” (p. 57). Mientras que Kozikowski (2007) sostiene: “Un portafolio de bonos internacionales bien diversificado contiene bonos de todo tipo, emitidos por varios países y denominados en las principales monedas” (p. 163).

Mercado Extranjero: se le denomina “a los bonos emitidos por una entidad no nacional en un país distinto al país de origen y en moneda nacional, lo cual permite a los inversionistas nacionales acceder a instrumentos internacionales (Jaramillo et al., 2013, p. 58). Los bonos son títulos de deuda normalmente largo plazo que se negocia en mercados de capitales tanto domésticos como extranjeros.

Mercado de Bonos: término genérico que se refiere a la inversión en instrumentos financieros, incluidos los bonos (Carrillo, Mario M., s. f.). En este mercado participan compradores y vendedores de títulos de deuda, usualmente en forma de bonos.

Crédito Público: la Ley Orgánica de Presupuesto en su artículo 64, párrafo tercero, define al crédito público como; “la capacidad económica, política y jurídica que tiene el estado y sus instituciones para obtener recursos financieros extraordinarios con carácter reembolsable, provenientes del exterior o del mercado interno” (Honduras, 2005). El artículo 65 de la citada ley complementa la definición anterior con el concepto de deuda pública, la cual se refiere a los compromisos financieros de carácter reembolsables contraídos o asumidos por el Estado a través

de las Instituciones competentes, en virtud de operaciones de crédito público. “No se considera deuda pública la deuda flotante o administrativa, la cual se origina de las obligaciones devengadas pendientes de pago al cierre del ejercicio Fiscal”.

Política de Endeudamiento: el artículo 66 del decreto No. 83-2004 establece que la formulación de la política de endeudamiento corresponde al poder ejecutivo, quien conformara una Comisión de Crédito Público. Dicha política determina los niveles de endeudamiento externo e interno del Sector Público, (...). En función de su capacidad de pago y la priorización de las operaciones de crédito público.

Deuda Pública Externa: El monto, en cualquier momento, de los pasivos contractuales desembolsados y pendientes de los residentes en un país con no residentes para rembolsar el principal, con o sin intereses, o para pagar los intereses, con o sin principal (BCH, 2008).

Según, Zalduendo, (1988): “la Deuda Externa es, sin duda, uno de los problemas internacionales más graves, porque afecta a casi todas los países en desarrollo y tiene, además consecuencias adversas en las económicas de los países acreedores”. La deuda sin embargo, requiere el pago de sus servicios y, de manera indirecta, esta circunstancia nos afecta diariamente; es lo que se conoce como servicio de deuda, y según Carrillo, Mario M., (s. f.): “es el pago de intereses que un país tiene que realizar periódicamente además del principal de su deuda”. Cabe señalar que en el presupuesto General de la República del ejercicio fiscal 2015, figura esta clasificación económica del gasto.

La deuda en los países en desarrollo se generó por decisiones igualmente imprudentes de países y de banqueros y es por ello que se habla de corresponsabilidad en razón de su origen (Zalduendo A Eduardo, 1988).

Riesgo Cambiario: Paolantonio (2002) se refiere al riesgo cambiario como: “El riesgo de pérdida derivado de imprevistas alteraciones de la tasa de cambio. Este riesgo sin perjuicio de los diferentes mecanismos que pueden implementarse, es la consecuencia natural de operaciones internacionales en un mundo donde las divisas varían permanentemente” (p. 17).

Riesgo político: “es el riesgo de pérdida derivado de imprevistas acciones del gobierno, como confiscaciones (...) o la aprobación de normas regulatorias desfavorables u otro evento de carácter político” (Paolantonio, 2002, p. 17).

2.3 MARCO LEGAL

- ❖ Ley Orgánica del Presupuesto, Decreto Legislativo No.83-2004.

De acuerdo a la Ley Orgánica del Presupuesto (2004) refiere:

El subsistema de crédito público tendrá por objeto la gestión de recursos financieros internos y externos con carácter reembolsable, dentro de la capacidad del estado para endeudarse, para realizar inversiones productivas o para atender otros asuntos de interés nacional. Entiéndase por crédito público la capacidad que tiene el Estado y sus instituciones para obtener recursos financiados extraordinariamente con carácter reembolsable, proveniente del exterior o del mercado interno. (Art. 64)

El crédito público se rige por lo dispuesto en la constitución de la República, por las disposiciones de esta ley y su reglamento, por las normas que dicte la Secretaría de Estado en Despacho de Finanzas y por aquellas disposiciones legales que aprueben operaciones específicas. “La presente Ley faculta al poder ejecutivo a emitir bonos, títulos u obligaciones de la deuda pública, de acuerdo con el monto autorizado por el Congreso Nacional al aprobar el presupuesto general de ingresos y egresos de la República (Art. 76).

❖ Decreto Legislativo No. 183-2012

El Congreso Nacional de Honduras autoriza al Poder Ejecutivo para que a través de la Secretaría de Estado en el Despacho de Finanzas, emita Bonos de la República de Honduras (Bono Soberano) hasta por un monto nominal máximo de Setecientos Cincuenta Millones de Dólares de los Estados Unidos de América (US\$750.0 millones), para ser colocados en el mercado de capitales internacional, bajo las condiciones más favorables para el país (SEFIN, 2012, Art. 1).

De igual forma, el Decreto en mención autorizó a la SEFIN, para que una vez culminado el proceso competitivo de selección, contrate los servicios especializados de bancos de inversión en la gestión de estructuración, comercialización, fijación de precios y la colocación durante el proceso de la emisión del Bono Soberano, así como la contratación de firmas de corretajes, asesores, firmas de asesoría financiera y/o legal, las empresas de impresión de la circular de oferta, el o los bancos que provean los servicios de agente fiscal, registrador y pagador, las entidades de registro legal, los mercados de valores que listarán la operación y las firmas de calificación de riesgo de inversión (SEFIN, 2012, art. 6 y 7).

El Decreto Legislativo No.223-2012 de fecha 18 de enero de 2013, que aprueba el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del año 2013 establece: “Sin perjuicio de lo preceptuado en el Artículo 68 del Decreto 17-2010 del 28 de marzo de 2010 (...) y para efectos de la contratación de financiamiento que se considere necesario y no se encuentre fuente financiera que permita la concesionalidad ponderada mínima de veinticinco por ciento (25%), preferiblemente el nuevo endeudamiento deberá ser contratado en moneda en que estén constituidas las reservas internacionales del país (SEFIN, 2013, art. 59).

❖ Decreto Legislativo No. 242-2013

Mediante Decreto Legislativo 242-2013 de fecha 6 de Diciembre de 2013, se reforma el Artículo 1 del Decreto Legislativo 183-2012 y su Artículo 1 establece lo siguiente: “Se autorizó a la Secretaría de Estado en el Despacho de Finanzas a realizar una extensión del monto inicial de emisión hasta por un monto máximo de US\$1,000.0 millones”.

Lo anterior representó que un año más tarde el país adquiriera un endeudamiento adicional a través de la emisión y colocación de bonos soberanos.

Así mismo, el Decreto Legislativo No. 242 (2013) señala:

facultar al poder Ejecutivo a través de la Secretaría Estado en los Despachos de Finanzas, para que coloque el saldo pendiente del monto aprobado en el presente Decreto, utilizando para ello negociaciones de líneas de crédito, prestamos, colocación en el mercado de capital interno y externo u otros mecanismos legales, mismo que se deberá realizar con instituciones financieras nacionales o extranjeras, debidamente reconocidas en el ámbito financiero, o con Gobiernos u organismos multilaterales, mediante la suscripción de convenios, reglamentos o contratos respectivos. (Art. 2)

La normativa anteriormente expuesta es la que fundamenta legalmente a las emisiones de bonos soberanos y su colocación en el mercado internacional; cabe señalar que la política de endeudamiento no contemplaba la colocación de bonos, por lo que previo a la emisión de bonos tuvo que ser revisada y reformada para incluir como política de endeudamiento la emisión y colocaciones de títulos globales en el mercado extranjero.

CAPÍTULO III. METODOLOGÍA

La metodología empleada para desarrollar esta investigación se llevó a cabo con el propósito de obtener la información relevante que fundamenta el estudio, orientando el estudio hacia un enfoque mixto para analizar y medir las variables de estudio y aplicando las técnicas e instrumentos diseñados de manera de que los resultados obtenidos den respuestas a cada una de las interrogantes planteadas.

3.1. CONGUENCIA METODOLÓGICA

3.1.1. IDENTIFICACIÓN DE LAS VARIABLES

El presente proceso de investigación en relación al tema planteado, comprende además, la identificación y el estudio de las variables que intervienen en la colocación de Bonos Soberanos en el mercado internacional, las cuales se mencionan a continuación:

- ❖ Variable dependiente: Estudio de la Influencia en las Finanzas Públicas de la Emisión y Colocación de Bonos Soberanos.
- ❖ Variables Independientes: Déficit Fiscal, Deuda Flotante, Opciones de Financiamiento, Política de Endeudamiento, Condiciones de Mercado, Calificación Crediticia.

En la emisión y colocación de bonos soberanos, influyen directa e indirectamente distintas variables a tomar en cuenta para llevar a cabo este proceso. Es necesario establecer las condiciones de mercado bajo las cuales se pretende llevar a cabo esta medida en términos de tasa de interés, plazo y algunos índices macroeconómicos que permitan tener una visión clara de la economía local y la capacidad de pago del país para convertirse en un sujeto emisor de deuda soberana en el mercado extranjero; además es de mucha relevancia tomar en cuenta las

alternativas de financiamiento, los resultados fiscales y la valoración por parte de los calificadores de riesgo país.

3.1.2. RELACIÓN DE LAS VARIABLES



Figura 2. Diagrama de Relación de las Variables

Basándonos en la figura 2, se hace una descripción grafica de la relación de las variables identificadas, considerando como variable independiente el Déficit Fiscal, la Deuda Flotante, la Política de Endeudamiento, las Condiciones de Mercado, la Calificación Crediticia y las decisiones tomadas desde el contexto político; y como variable dependiente hemos definido al estudio de la influencia que representa para las finanzas públicas la emisión y colocación de los bonos soberanos del Estado de Honduras.

La relación de cada una de las variables independientes en función de la variable dependiente, permite resolver los cuestionamientos realizados en el planteamiento de la investigación y comienza con identificar el déficit fiscal, la deuda pendiente de pago del gobierno como uno de los elementos que mide la situación de las finanzas públicas, seguido del análisis de la política de endeudamiento, situación que determina hasta que nivel está autorizado el gobierno central para adquirir nuevos compromisos de deuda soberana, tomando en cuenta además, las decisiones tomadas desde la parte política y que influyen directamente en la autorización por parte del Congreso Nacional para realizar las emisiones de bonos.

Además de las variables antes mencionadas, consideramos que tanto las de situaciones de mercado como la calificación crediticia son factores que intervienen y condicionan la colocación de bonos en el mercado internacional, por lo que es fundamental el análisis de estas variables que complementan el estudio, identificando las condiciones de mercado y el rating otorgado al país por las agencias calificadoras, factores vinculantes al momento colocar los bonos soberanos emitidos por el país.

3.1.3. OPERACIONALIZACIÓN DE LAS VARIABLES

Tabla 2. Matriz de Operacionalización de las Variables

Pregunta General	Objetivo General	Preguntas de Investigación	Objetivo Especificos	Variable	Definición de la Variable	Dimensiones	Indicadores	Tipos de Instrumento	Preguntas del Instrumento
¿Qué tan factible es conocer la realidad respecto a los beneficios y riesgos de la emisión de bonos soberanos en el mercado internacional?	Facilitar la información necesaria a través de un estudio detallado de la influencia que ejerce la emisión y colocación de bonos soberanos en las finanzas públicas, para dar a conocer los beneficios y riesgos que se derivan de la emisión de bonos soberanos del Estado de Honduras y su colocación en el mercado internacional	¿Cuales son los beneficios y riesgos de la emisión de Bonos Soberanos?	Identificar los beneficios y Riesgos de la emisión de Bonos Soberanos	Beneficios	Obtención de Recursos, Cumpliendo de Obligaciones de Deuda Flotante, Participación en el Mercado Internacional de Capitales.	Cualitativa	Financiamiento	Entrevista	¿Cuál fue el principal objetivo del gobierno de utilizar la medida de emisión de bonos soberanos?
							Obligaciones Atendidas		¿En su opinión cuales serían los beneficios para el país de emitir y colocar bonos soberanos en el mercado internacional?
							Número de Emisiones		En caso de existir beneficios y en base a su experiencia ¿Cuál considera de mayor importancia para el país?
		Riesgos	Endeudamiento, Alto Costo Financiero	Cualitativa	Capacidad de Pago	Entrevista	En base a su experiencia ¿Qué tipo de riesgos asume el país en la emisión y colocación de bonos soberanos en el mercado internacional?		
							¿En su opinión cual es el riesgo de mayor impacto para el país y porque?		
							¿Cómo gestiona la Dirección de Crédito Público los riesgos asumidos?		
		En su opinión ¿Considera que los beneficios de utilizar la medida de emisión y colocación de bonos compensa los riesgos asumidos?							
		Comportamiento	Emisiones, Colocación de Bonos, Tasa de Interés.	Cuantitativa	Número de Emisiones	Entrevista	A la fecha ¿Cuántas Emisiones de bonos soberanos ha realizado el país?		
							Monto de colocación	¿Cuáles son los montos aprobados en cada una emisión de bonos soberanos?	
							Tasa de Interés	¿A qué tasa de interés y a que plazos se han colocado los bonos soberanos?	
Causas	Desfase en las Recaudaciones Tributarias, Falta de opciones de financiamiento.	Cualitativa	Financiamiento Disponible	Entrevista	En base a su experiencia ¿Cuáles fueron las causas que originaron la emisión de bonos soberanos para ser colocados en el mercado internacional?				
					Rating Crediticio	De los recursos captados mediante esta iniciativa ¿se cuenta con disponibilidad financiera o los mismo ya ha sido utilizados en su totalidad?			
					Política de Endeudamiento	¿Cuál ha sido el destino y uso de los fondos obtenidos producto de las colocaciones de bonos?			
¿Cual es la realidad actual respecto a la emisión de Bonos Soberanos en el mercado Internacional?	Proponer alternativas de solución para facilitar la información respecto a la emisión de Bonos Soberanos	Situación Actual de Emisiones	Disponibilidad Financiera, Inversionistas, Destino de los fondos, Nuevas Emisiones de Bonos, Calificación Crediticia	Cualitativa	Entrevista	¿Quiénes han sido los mayores inversionistas de los bonos soberanos del Estado de Honduras?			
						Número de Participantes	Actualmente, ¿Se está considerando nuevas emisiones de bonos soberanos para ser colocados en el mercado internacional?		
						En base a la respuesta anterior ¿bajo qué condiciones se pretenden colocar los bonos soberanos?			
						Condiciones de Mercado	En base a la reciente calificación crediticia por parte de las agencias calificadoras de riesgo ¿Considera que favorece al País para la emisión de nuevos títulos de deuda soberana? ¿Porque?		

3.1.4. HIPÓTESIS

H₁: los beneficios de utilizar la medida de emisión y colocación de bonos soberanos en el mercado internacional compensan los riesgos asumidos por el país.

H₂: Los recursos de la emisión y colocación de bonos soberanos se utilizaron para cubrir el déficit fiscal.

3.2. ENFOQUE Y MÉTODOS

El enfoque utilizado en este estudio de investigación corresponde a un estudio mixto, con el propósito de recopilar, identificar y analizar la información referente a la emisión de bonos soberanos del Estado hondureño.

En la figura 3 se observa que prevalece el enfoque cuantitativo, donde se valora el nivel de conocimiento de la población en relación a lo que implica el estudio del tema planteado, además, se estudiaron los factores que intervienen en la emisión y colocación de los bonos como ser; las condiciones de mercado, monto de colocación, nivel de endeudamiento y tasas de interés, asimismo, desde la perspectiva del enfoque cualitativo, el estudio pretendió conocer los beneficios y riesgos, la calificación crediticia y la principales causas que dieron origen a la emisión de bonos soberanos.

Dentro de los métodos utilizados para el proceso de investigación se aplicaron los siguientes; el método histórico desde la perspectiva del estudio de los antecedentes que dan origen al problema, además, el método descriptivo tomando en consideración que se menciona en forma narrativa los resultados obtenidos en el proceso desde el contexto de indagación y recopilación de la información, realizando un análisis de contenido; el método analítico desde el punto de vista del estudio de los resultados de las encuestas aplicadas, el método cuantitativa para medir el nivel de conocimiento de la población respecto al tema planteado y el método cualitativo desde un contexto de valoración de la opinión de los expertos en referencia a las variables de estudio y, por último el método deductivo, ya que se argumentan tanto los efectos positivos y negativos que representan para las finanzas públicas la manejo de una política de endeudamiento en función de la emisión de bonos soberanos como alternativa de captación de recursos.



Figura 3. Diagrama de Relación de Enfoques

3.3 DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

El tipo de investigación desarrollada tiene un diseño no experimental con un alcance de tipo descriptivo, en virtud de que se priorizaron los datos a través del levantamiento de la información recopilada y proporcionada por la Secretaría de Finanzas y las distintas Dirección Técnicas, tomando en cuenta información histórica, datos estadísticos y recopilación de datos de fuentes primarias. El estudio también incorpora elementos explicativos, ya que en él se presentan las principales causas y la situación actual de la emisión de bonos soberanos del Estado de Honduras, así como los beneficios y perjuicios económicos.

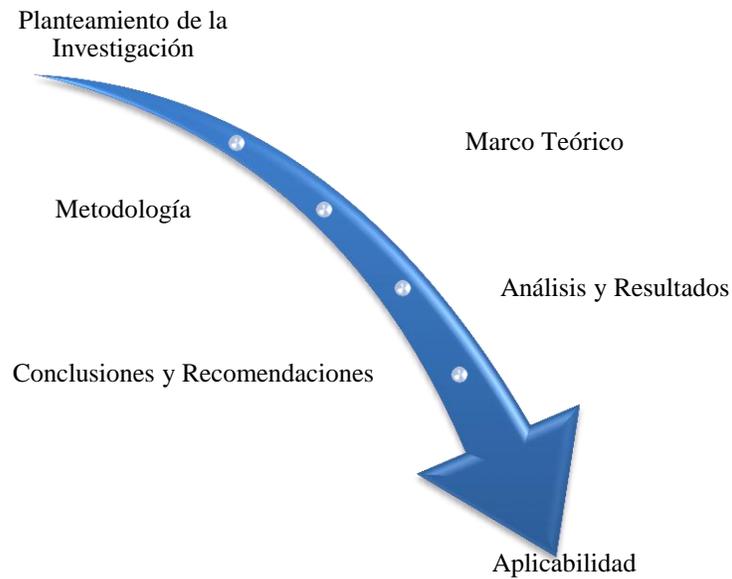


Figura 4. Esquema del Proceso de Investigación

Para desarrollar el diseño de investigación, fue necesario llevar a cabo un proceso estructurado de investigación tomando como pauta el manual de tesis, tal y como se detalla en la figura 4, el cual inicio con los antecedentes que fundamentan el estudio de investigación, seguidamente se incluyó el enunciado del problema estableciendo los elementos importantes para servir de directrices, posteriormente la formulación del problema, las preguntas de investigación orientadas a buscar respuestas, para finalmente establecer objetivos para señalar que se pretendió en la investigación.

Posteriormente se elaboró el marco teórico, de manera de desarrollar una reseña bibliográfica de las fuentes informativas en relación al tema que incluyo desarrollar un análisis de la situación actual, teorías de sustento, conceptualizaciones y un marco legal; luego se desarrolló

la metodología, donde se aplicaron técnicas, procedimientos y metodologías que proporcionaron la información necesaria para llevar la investigación a la práctica.

Seguidamente se ilustro la información obtenida y relacionada a los objetivos del estudio, fundamentado en los resultados y análisis obtenidos. Luego se concluye y se recomienda en base a los objetivos, las variables y las hipótesis de la investigación para finalmente presentar la propuesta o el producto final del trabajo de investigación.

3.3.1 POBLACIÓN

Por el tipo de investigación realizada, la población que se tomó para llevar a cabo la misma corresponde al personal técnico que labora en las distintas áreas técnicas de la Secretaría de Finanzas y que corresponde a un total de 420 empleados.

3.3.2 MUESTRA

Para efectos de obtener resultados fehacientes sobre el tema de investigación, se tomó como muestra un total de 60 empleados del nivel técnico de cada una de las Direcciones, los cuales fueron considerados por conveniencia para aplicar la encuesta como instrumento de investigación.

Para complementar el estudio se abordó parte del personal que formo parte de la Comisión Técnica Evaluadora del proceso de emisión y colocación de bonos soberanos en el mercado internacional, dado que estos realizaron directamente labores de gestión en su momento, control y negociación de financiamiento externo así como estrategias de evaluación de las operaciones de deuda pública; además de las entrevistas realizadas a los expertos.

3.3.3 UNIDAD DE ANÁLISIS

Para la realización de este estudio de investigación, se ha requerido la participación de la Secretaria de Finanzas desde un macro contexto, las distintas Direcciones Generales desde un micro contexto y el análisis interno que se realiza cada una de las unidades que conforman la estructura organizativa, ya que el desarrollo de la misma implica las opiniones y la experiencia de cada unidad de análisis, además de la evaluación del conocimiento de los empleados encuestados.

3.3.4 UNIDAD DE RESPUESTA

La unidad de respuesta se basa en las preguntas formuladas a los empleados de las distintas Direcciones que se desempeñan en las áreas técnicas como ser; Crédito Público, Presupuesto e Inversión Pública; dichas respuestas obtenidas son presentadas en porcentaje de acuerdo a las opciones de respuesta planteadas.

De la misma forma la unidad de respuesta está integrada por las ponencias de los expertos, quienes a través de la técnica de la entrevista brindaron su opinión respecto a su conocimiento, percepción y análisis de la emisión y colocación de bonos soberanos y su participación en el proceso, resultados que son presentadas únicamente como una opinión.

3.4 TÉCNICAS E INSTRUMENTOS APLICADOS

3.4.1 TÉCNICA

Como parte de la metodología utilizada para el proceso investigativo y por el tipo de la información, se utilizó la técnica de la encuesta para abordar la temática desde el punto de vista

del conocimiento de la población en general; desde el aspecto cualitativo se utilizó la entrevista, la cual permitió conocer la opinión de los expertos.

3.4.2 INSTRUMENTO

El instrumento seleccionado para llevar a cabo la investigación fue el cuestionario, el cual se preparó con una serie de preguntas cerradas para evaluar el grado de conocimiento de la muestra poblacional y por otra parte se preparó a la par un cuestionario con preguntas abiertas para valorar el conocimiento de los expertos e implicados directos en el proceso de colocación de los bonos soberanos en el mercado internacional.

3.5 FUENTES DE INFORMACIÓN

3.5.1 FUENTES PRIMARIAS

La investigación está basada en análisis de la información de fuentes primarias de la Secretaría de Finanzas, a través de los datos recopilados de las encuestas aplicadas a la muestra definida y la indagación obtenida de las entrevistas realizadas a los expertos.

3.5.2 FUENTES SECUENDARIAS

Las fuentes secundarias utilizadas provienen de los informes, datos estadísticos y memorias anuales tanto de la Secretaría de Finanzas como del Banco Central de Honduras, informes del Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Instituto de Ciencias Económicas y Fiscales, Foro Social de la Deuda Externa, otros.

CAPÍTULO IV. RESULTADOS Y ANÁLISIS

El capítulo recoge en esencia los hallazgos encontrados en torno a la valoración y el nivel de conocimiento de los encuestados en función de la temática planteada, además de la ponencia de expertos en el tema como parte involucrada en el proceso de desarrollo de esta iniciativa de emisión y colocación de bonos soberanos en el mercado internacional. Los datos que aquí se plasman y analizan fueron compilados en primera instancia; de los resultados de las encuestas aplicadas al personal técnico desde un aspecto cuantitativo, en segunda instancia; de las conversaciones mantenidas con los técnicos para evaluar los aspectos cualitativos más relevantes, y por último, de la Secretaría de Finanzas, ya que esta entidad es la encargada de rectorar las Finanzas Públicas de país.

4.1 ANÁLISIS DE RESULTADOS DE ENCUESTA

Previo a los Resultados y Análisis de los datos obtenidos en el proceso de investigación, es importante señalar que el 67% de los encuestados tienen un nivel académico Universitario y 15% con un nivel de Postgrado, es decir que 82% tienen una preparación académica de estudios superiores, lo que hace pensar que la mayoría de las personas por tener un nivel académico superior, tienen un alto grado de conocimiento respecto al tema planteado; el restante 18% de los encuestados solamente cuenta con un nivel de estudios secundario. Además del total encuestado predomina el género femenino y en su mayoría personas mayores de 41 años de edad, por lo que la población en su mayoría debería de estar interesada en un tema de tanta importancia para el país y para las finanzas públicas en general.

Los supuestos anteriormente planteados se comprueban a continuación:

Pregunta # 1: ¿Está usted de acuerdo con que el Gobierno de Honduras emita Bonos Soberanos y los coloque en el Mercado Internacional?

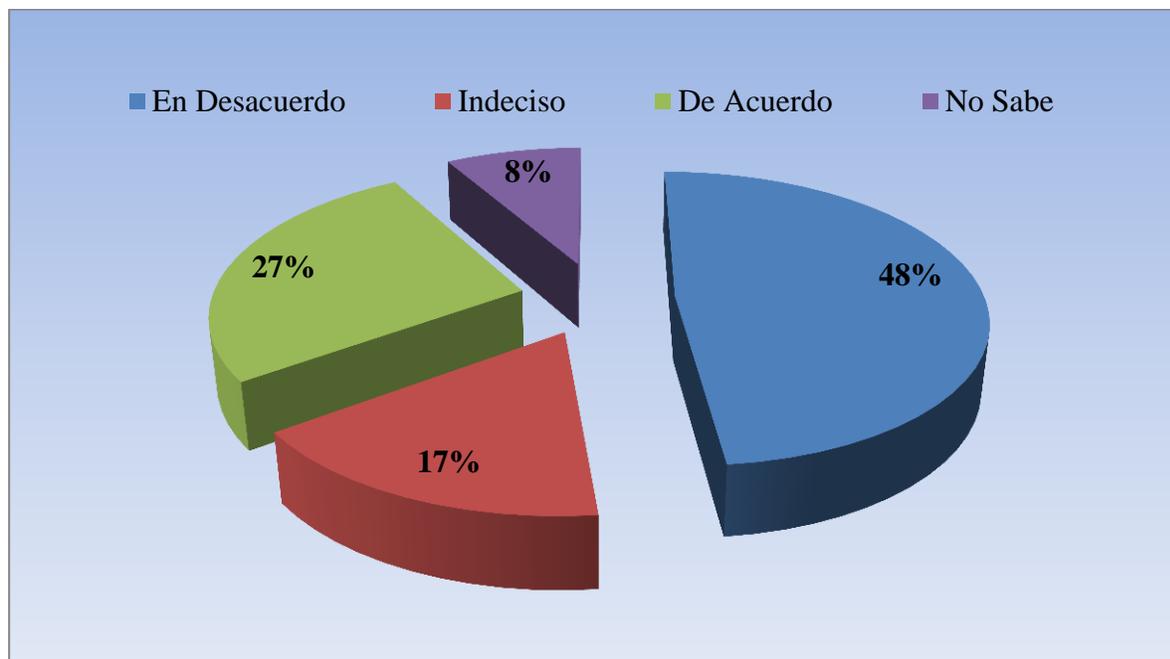


Figura 5. Análisis de Opinión en Relación a la Utilización de la Medida por Parte del Gobierno de Honduras

Los resultados obtenidos en la figura 5 demuestran que el 48% de los encuestados está en desacuerdo que el Gobierno de Honduras emita Bonos Soberanos y los coloque en el Mercado Internacional, mientras que un 27% aprueba la medida; además de ello un 17% se encuentra indecisa y finalmente la diferencia no sabe o no conoce de esta medida. Es importante señalar que el 67% de los encuestados tienen un nivel Universitario y 15% nivel de Postgrado, por lo que se esperaba que al menos este porcentaje tuvieran conocimiento del tema, sin embargo los resultados demuestran que parte de los encuestados con un nivel superior tienen poco conocimiento del tema planteado.

Pregunta # 2: ¿Considera que la emisión y colocación de Bonos Soberanos por parte del Gobierno de Honduras es una buena estrategia para obtener recursos financieros?

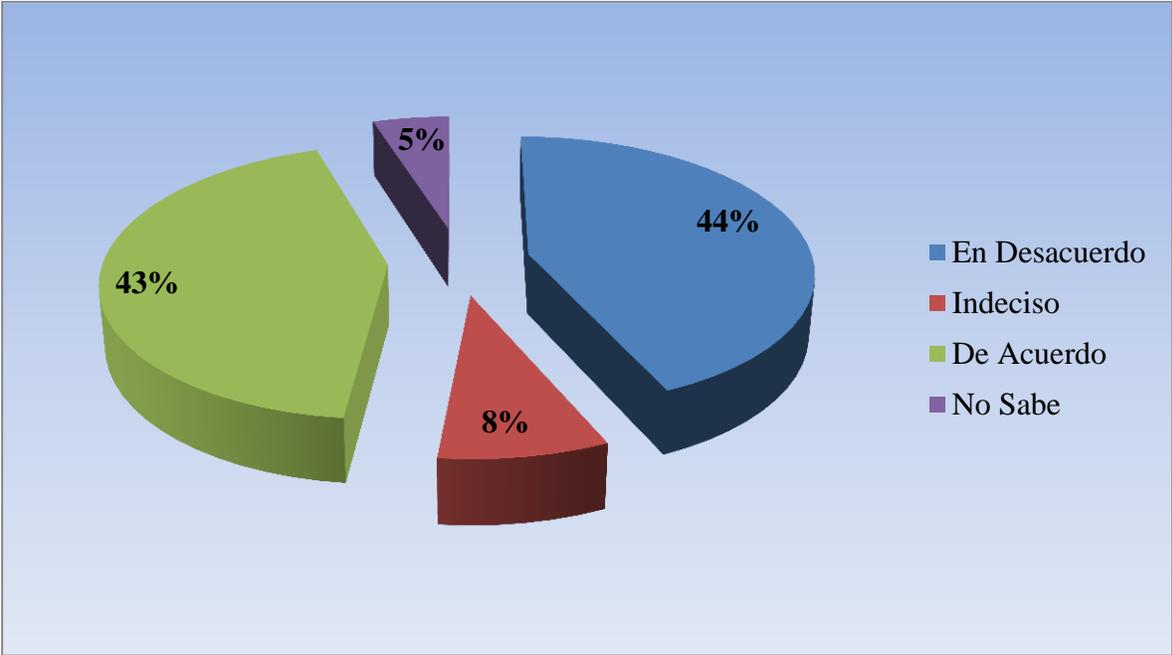


Figura 6. Análisis de Opinión Sobre Estrategia de Obtención de Recursos

La colocación de bonos soberanos en el mercado internacional es una operación realizada en el mercado de capitales, la cual es desconocida para la gran parte de la población, así lo demuestran las diversas opiniones de los encuestados respecto a la consideración de que si es una buena estrategia para obtener recursos financieros. Según datos presentados en la figura 6 el 44% opina estar de desacuerdo mientras tanto el 43% considera que es una buena medida, sin embargo; si tomamos en cuenta la población que opino estar en desacuerdo, los que demostraron ciertas dudas respecto a la interrogante y aquellos que manifiestan no saber nada, encontramos que el 57% de los encuestados revelan poco conocimiento o falta de elementos de juicio para opinar

sobre dicho tema y, además se percibe un alto grado de incertidumbre por parte de la población encuestada en este tipo operaciones financieras realizadas por el Estado.

Pregunta #3: ¿Cree usted que los fondos obtenidos producto de la colocación de los Bonos Soberanos beneficia a la población hondureña?

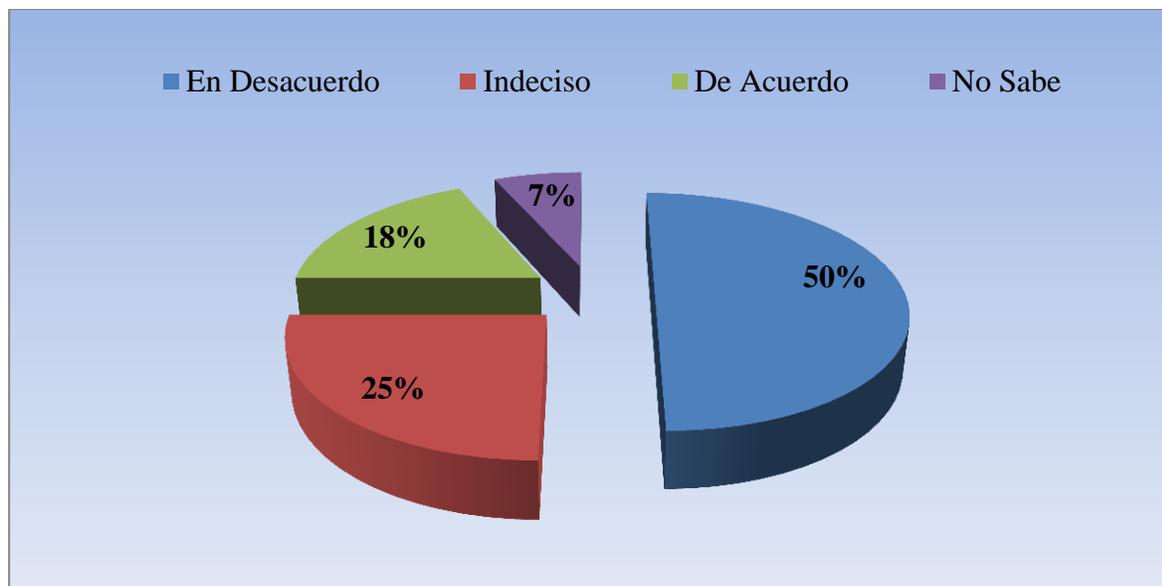


Figura 7. Análisis de Opinión Sobre Beneficio a la Población

Según los datos de la Figura 7, el 50% de los encuestados no consideran que los fondos obtenidos de la colocación de los bonos soberanos en el mercado internacional beneficie a la población hondureña, lo que representa un aspecto negativo para la economía ya que la totalidad de los fondos de dichos bonos se destinaron para cubrir gasto corriente y no quedo margen presupuestario para orientarlo a la inversión que es un elemento fundamental en la búsqueda del crecimiento económico de un país, mismo que si representaría beneficios directos a la población en términos de generación de empleo.

Cabe señalar que únicamente el 18% de los encuestados considero que los recursos obtenidos como parte de la colocación de los bonos emitidos beneficia a la población, sin embargo gran parte de la población muestra indecisión (25%) y falta de conocimiento (7%), lo que comprueba que la población no cuente con la información necesaria que fundamente sus opiniones respecto a la temática.

Pregunta # 4: ¿Considera que la emisión de Bonos Soberanos y la colocación en el mercado internacional provoca un riesgo económico para el país?

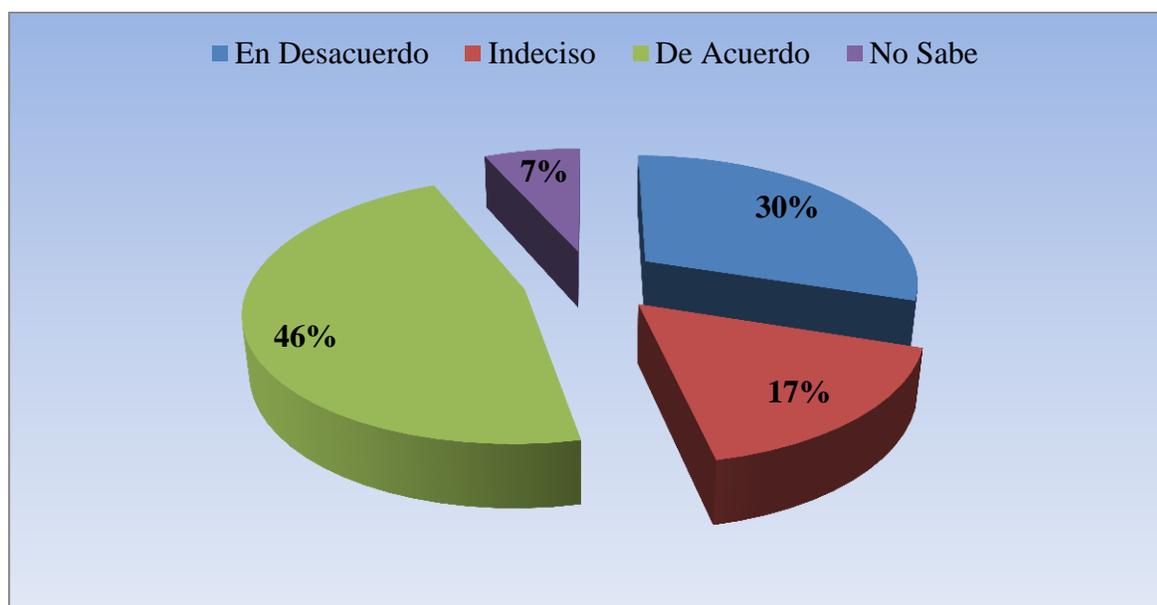


Figura 8. Análisis de Opinión Sobre Riesgo de la Emisión y Colocación de Bonos

La colocación de bonos soberanos en el mercado internacional, ha provocado distintas opiniones en lo que respecta a los riesgos que provocaría en el largo plazo para las finanzas públicas y la economía en general. Según la figura 8 nos muestra que de los datos obtenidos el 46% de los encuestados están de acuerdo que esta medida acarrearía repercusiones negativas en el

largo plazo y manifiestan que tendrá un fuerte impacto en las finanzas públicas originado principalmente por las altas tasas de interés elevadas a las que fueron colocados dichos bonos tendrá.

Lo anterior generara una fuerte presión de pago para el país en el largo plazo, lo que influirá negativamente en las finanzas públicas, ya que el gobierno ha manifestado que no se han considerado las previsiones necesarias para que al vencimiento de los bonos se pueda contar con la disponibilidad de recursos para hacerle frente a esta deuda ya que la misma debe de honrarse mediante un solo desembolso. Como podemos observar en la gráfica 8, parte de los encuestados siguen manifestando indecisión y desconocimiento en cuanto si esta medida conlleva riesgos económicos a largo plazo para el país en vista de la poca información que se maneja del tema. Mientras tanto los encuestados que se encuentran indecisos y los que manifiestan no estar al tanto representan el 17% y 7% respectivamente.

Pregunta # 5: ¿Considera usted que es una buena decisión que el manejo de los fondos obtenidos de los Bonos Soberanos sean administrados mediante un fideicomiso?

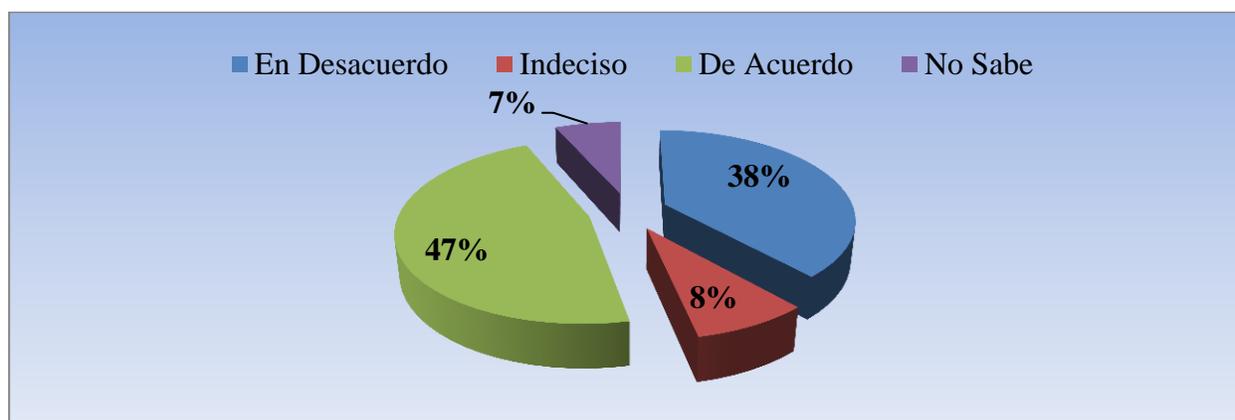


Figura 9. Análisis de Opinión sobre el Manejo de los Fondos

La Secretaría de Finanzas decidió que los fondos se administraran a través de un fideicomiso constituido en el BCH como un mecanismo de transparencia en el manejo de estos recursos obtenidos producto de la colocación de los Bonos Soberanos, por lo cual en los datos de la figura 9 se muestra la opinión de los encuestados, un 47% confían en este mecanismo para transparentar los recursos, el 38% opinan no estar de acuerdo en que el fideicomiso proporciona fiabilidad en la administración de los recursos aun y cuando el BCH de acuerdo al desempeño de sus funciones y por el servicio prestado no percibirá remuneración por la gestión del fideicomiso; el restante 15% revela no saber o presentar cierto grado de indecisión, lo que comprueba la falta de comprensión de la población sobre el contexto de los bonos soberanos.

Pregunta # 6: ¿Cree usted que el Estado tendrá en el mediano y largo plazo la capacidad financiera para honrar la deuda contraída con la colocación de los Bonos Soberanos?

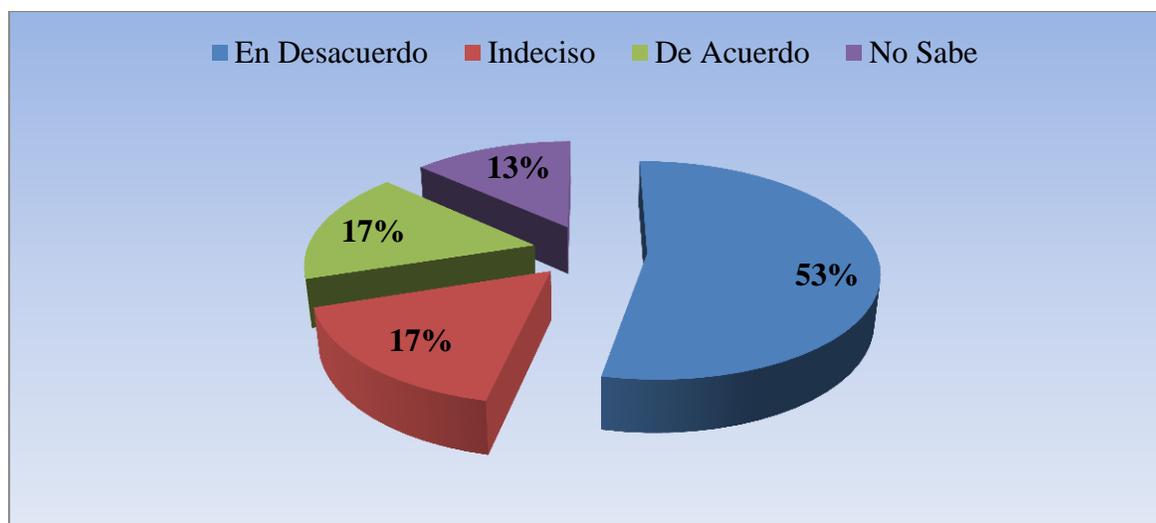


Figura 10. Análisis de Opinión sobre la Capacidad Financiera para Honrar la Deuda

Las finanzas públicas presentan un desequilibrio que se ha venido manejando a través de financiamiento externo e interno. En relación a la capacidad financiera del Gobierno en el mediano y largo plazo para honrar la deuda contraída con la colocación de Bonos Soberanos; según la figura 10 más de la mitad (53%) de los encuestados opinan estar en desacuerdo, y considera que el gobierno no tendrá capacidad de pago al vencimiento del plazo; es importante señalar que el gobierno utilizó la totalidad de los fondos en cubrir el gasto corriente o improductivo, dejando de lado el espacio presupuestario orientado al apalancamiento de proyectos de inversión que generen dinamismo y crecimiento económico, además el gobierno no tiene planificado como cubrir el servicio de la deuda que se derive de esta operación de crédito internacional, en vista que no se han realizado las provisiones de fondos para honrar la deuda al vencimiento.

Un 17% de los encuestados se encuentra indeciso al igual que las personas que creen que el gobierno si podrá hacerle frente a las obligaciones, el restante 13% del encuestado manifiesto no tener conocimiento al respecto.

Pregunta # 7: ¿Cree usted que la medida de emisión de Bonos Soberanos es una alternativa de alivio a los problemas financieros en el corto plazo?

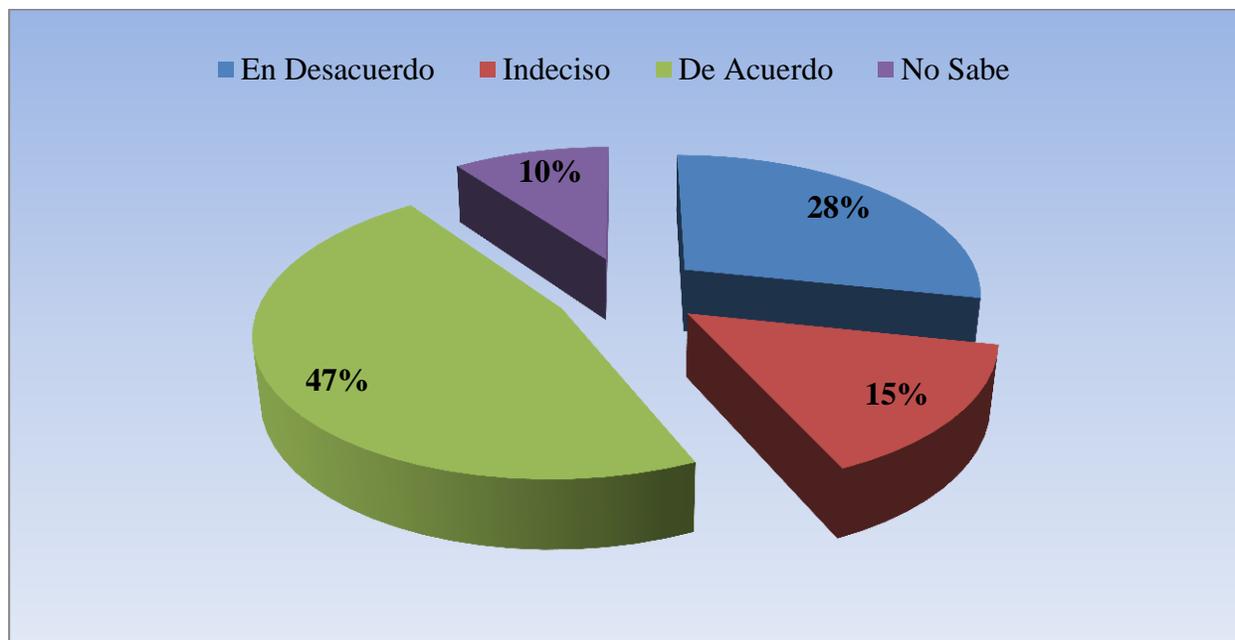


Figura 11. Análisis de Opinión sobre Disyuntiva

A finales del año 2012 el gobierno enfrentaba una alta presión tributaria y en vista de que las recaudaciones presentaban desfases y la falta de credibilidad en el gobierno, esto provocaría que las fuentes tradicionales de recursos le cerraran sus puertas por lo que las necesidades de financiamiento eran reales y muy elevadas. La figura 11 presenta los datos en relación a la consideración por parte de la población respecto a la emisión de bonos soberanos como una medida o no de alivio a los problemas financieros en el corto plazo; por lo que el 47% de las personas encuestadas opinan estar de acuerdo en que la medida es una alternativa de alivio a los problemas financieros en el corto plazo, un 28% opinan estar en desacuerdo, mientras que un 15% y 10% se encuentran indecisos o no tienen conocimiento respecto a la interrogante planteada.

Pregunta # 8: ¿Considera usted que la colocación de Bonos Soberanos es una oportunidad para el Gobierno de acceder a recursos financieros en condiciones favorables?

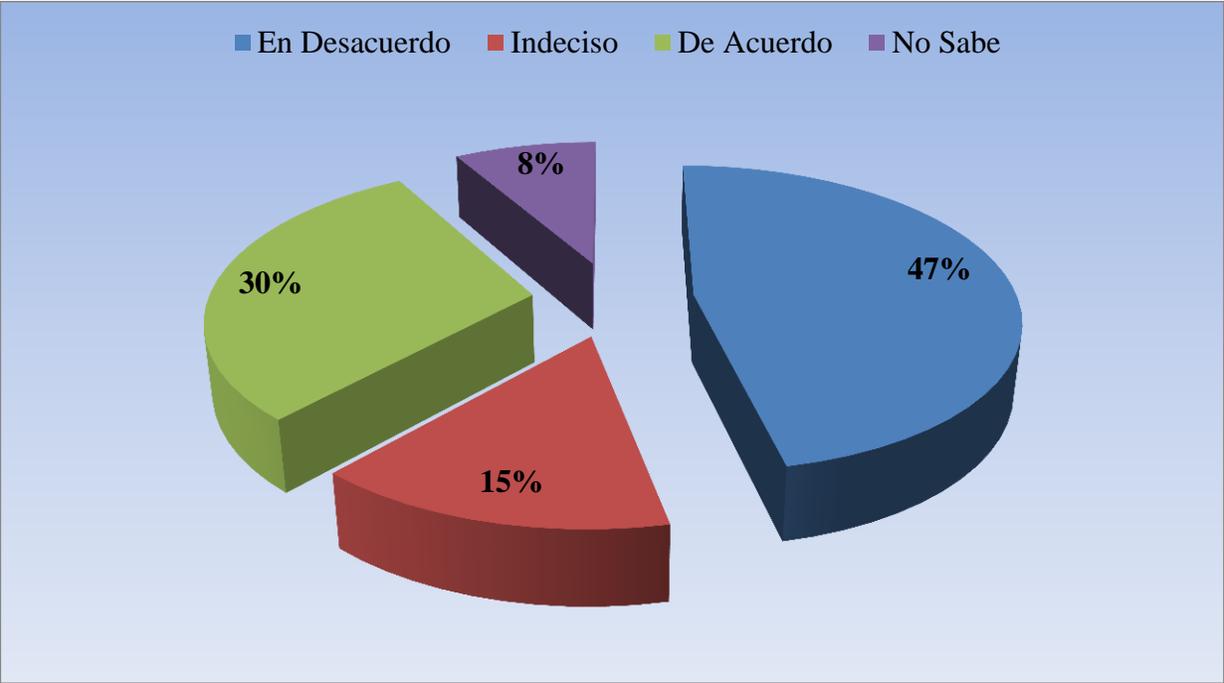


Figura 12. Análisis de Opinión sobre Oportunidad de Acceso a Recursos

Honduras es un país que se considera que tiene una economía emergente o inestable, por lo que las calificaciones de riesgo para el país por parte de las agencia calificadoras castigan en cierta medida al país en términos de tasas de interés y si los inversionistas optan por invertir en los bonos soberanos del Estado de Honduras, lo hacen a cambio de mayores tasas de interés por la falta de confianza en la economía del país. La figura 12 muestra significativamente como el 47% de las personas encuestadas opinan no estar de acuerdo con que la colocación de Bonos Soberanos es una oportunidad para el Gobierno de acceder a recursos financieros en condiciones favorables,

cabe señalar que las tasas de interés a las que se colocaron los bonos hondureños fueron las más altas de la región centroamericana en su momento.

El 30% opinan que si representa una oportunidad, mientras tanto un 15% y 8% de los encuestados manifiestan no tener conocimiento de las condiciones bajo las cuales fueron colocados dichos.

Pregunta # 9: ¿Considera que la emisión y colocación de Bonos Soberanos tendrá repercusiones negativas en el largo plazo para las finanzas públicas?

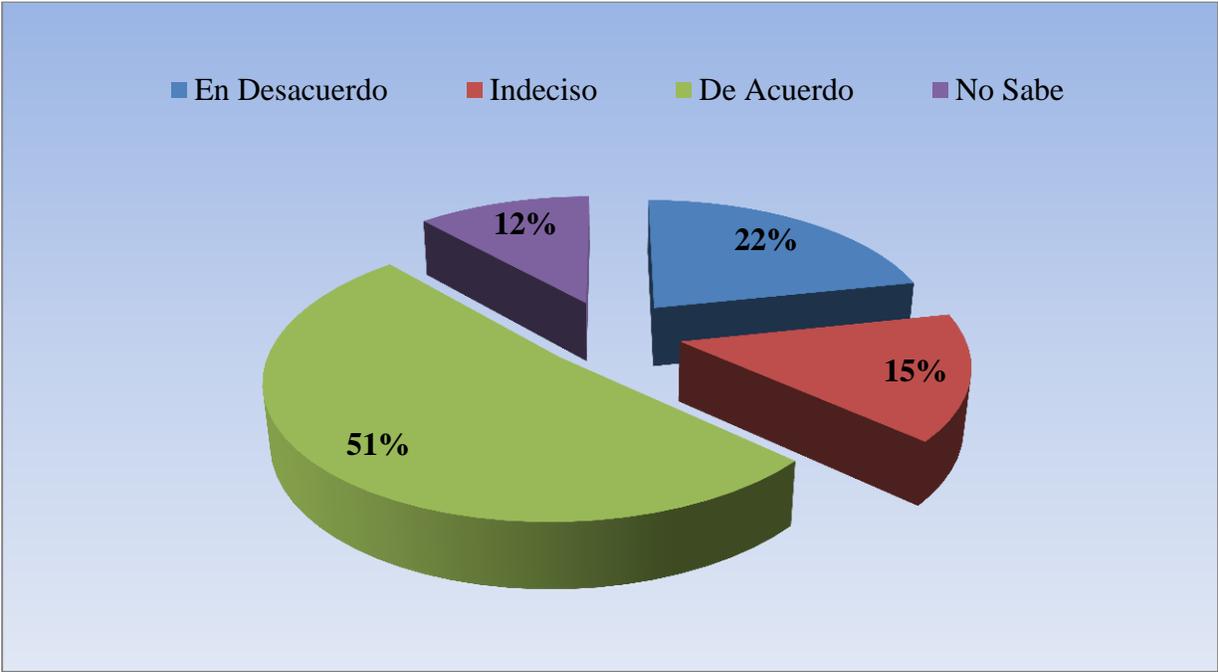


Figura 13. Análisis de Opinión sobre Repercusiones en el Largo plazo

En la figura 13 se observa que más de la mitad (51%) de los encuestados consideran que la emisión y colocación de bonos soberanos, tendrá repercusiones negativas en el largo plazo para las finanzas públicas, un 22% cree que no surgirán efectos negativos para el país, mientras que un 15% manifiesta inseguridad en cuanto a las repercusiones que conlleva para el país y el restante

12% declara no saber lo que implica realizar esta operación financiera internacional y manifiesta que existe falta de información por parte del gobierno de lo que representa para el país la emisión y colocación de bonos soberanos.

Pregunta # 10: ¿Cree usted que el Gobierno de Honduras ha informado adecuadamente a la población sobre la emisión y colocación de Bonos Soberanos en el mercado internacional?

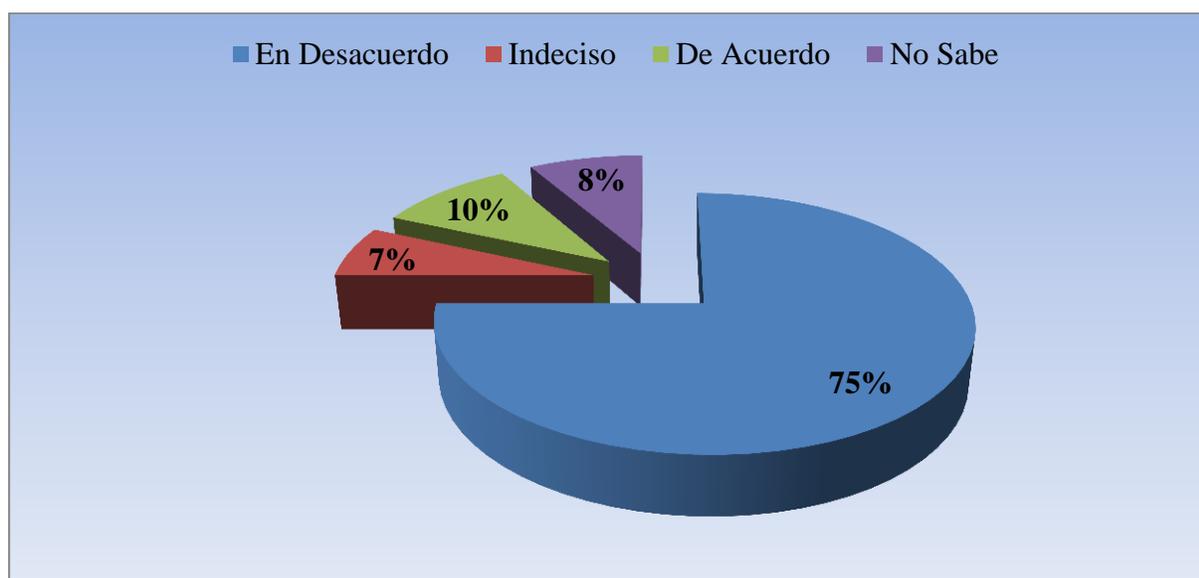


Figura 14. Análisis de Opinión sobre Información Brindado Por del Gobierno

La colocación de bonos en el mercado internacional es un mecanismo de captación de recursos financieros desconocido para la población, lo cual se refleja significativamente en los datos de la figura 14, en la cual se observa que el 75% de los encuestados no tienen conocimiento del tema y opinan que esta medida no ha sido socializada correctamente, lo que pone de manifiesto que el gobierno no ha informado adecuadamente y representa una deficiencia en la transparencia y en los canales oficiales de comunicación entre el gobierno y la población, además, se encuentra que una parte de la población aún desconoce o no ha sido informado del tema.

4.1.1 MEDIDAS DE TENDENCIA CENTRAL

En la pregunta #1 ¿Está usted de acuerdo con que el Gobierno de Honduras emita Bonos Soberanos y los coloque en el mercado Internacional?

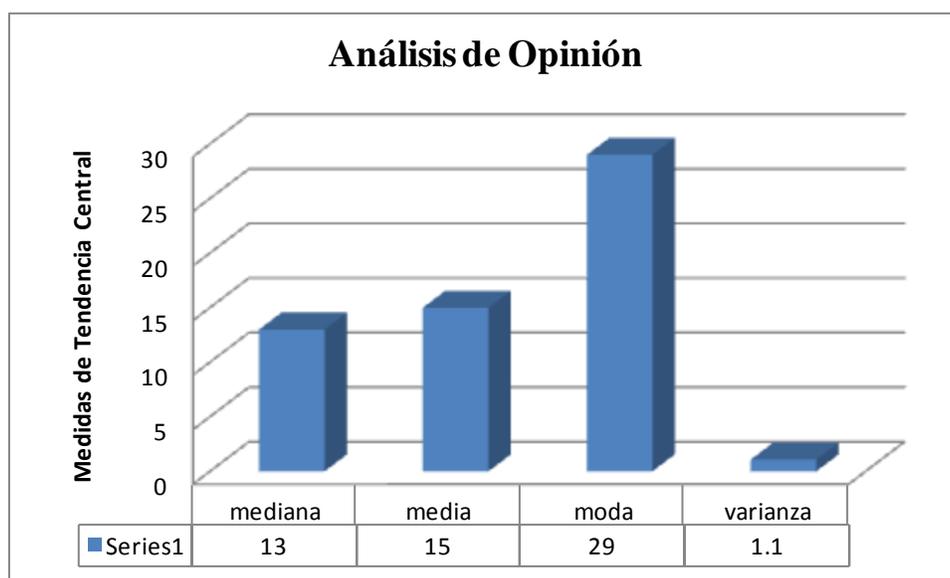


Figura 15. Medidas de Tendencia en Relación a la Anuencia de la Población respecto a la Emisión de Bonos Soberanos

- Mediana: del conjunto de datos seleccionados, 13 personas constituyen el promedio de respuestas a la interrogante, valor que representa el 21.7% del total de encuestados (60).
- Media: representada por un valor de 15 personas del conjunto de datos que respondieron a la interrogante y que representa un 25% del total de la muestra.
- La Moda: de las cuatro opciones de respuesta a la interrogante planteada, la opción “En Desacuerdo” figura como la que más se repite y representa un valor de 29 respuestas de la muestra y un 48% del total de respuestas obtenida.
- Varianza: de acuerdo a la figura 15 se muestra una covarianza de 1.1, lo que significa que los datos de la muestra poca variabilidad de dispersión y un alto grado de homogeneidad.

En la pregunta # 6 ¿Cree usted que el Estado tendrá la capacidad financiera en el mediano y largo plazo para honrar la deuda contraída con la colocación de Bonos Soberanos?

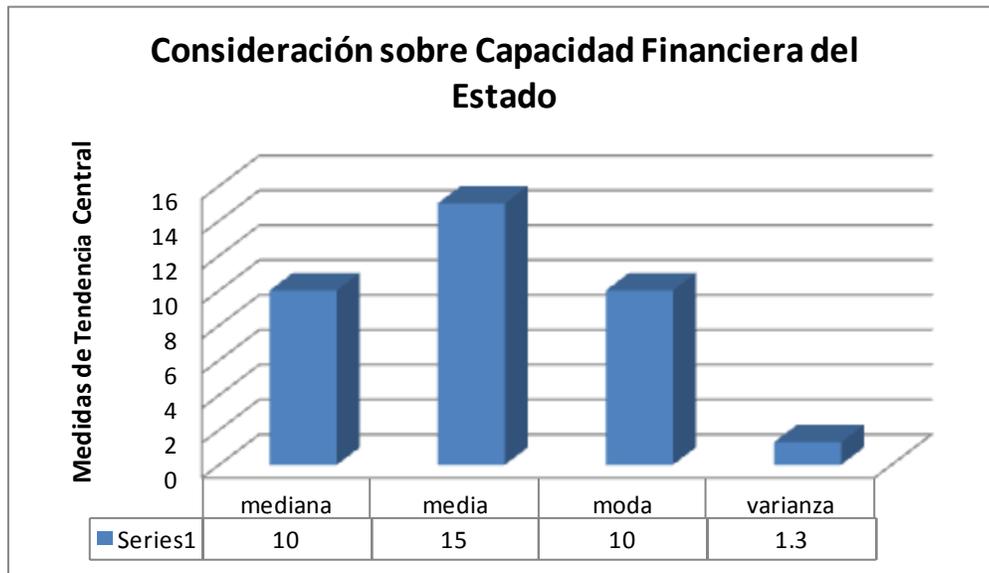


Figura 16. Medidas de Tendencia en Relación a la Consideración de la Población sobre la Capacidad Financiera del Estado para Honrar la Deuda Contraída

- Mediana: del conjunto de datos seleccionados 10 personas constituyen el promedio de respuestas a la interrogante, valor que representa el 16.7% del total de encuestados (60)
- Media: representada por un valor de 15 personas del conjunto de datos que respondieron a la interrogante y que representa un 25% del total de la muestra.
- La Moda: de las cuatro opciones de respuesta a la interrogante planteada, la opción “En Desacuerdo” figura como la que más se repite y representa un valor de 32 respuestas de la muestra y un 53% del total de respuestas obtenidas.
- Varianza: de acuerdo a la figura 16 se muestra una covarianza de 1.3, lo que significa que los datos de la muestra poca variabilidad de dispersión y un alto grado de homogeneidad.

4.2 ANÁLISIS DE RESULTADOS DE ENTREVISTA

4.2.1 BENEFICIOS DE LA EMISIÓN DE BONOS

El Gobierno de Honduras tomo la decisión de salir al mercado internacional en una figura de financiamiento jamás utilizada en el país, pese a que se conocían algunos temas respecto a la emisión de títulos valores en el mercado internacional, el gobierno central jamás había tenido una experiencia de este tipo y nunca se había considerado el mercado internacional de deuda como una opción de financiamiento.

La figura es una opción de financiamiento real que hasta entonces no era considerada en los ambientes gubernamentales y económicos del país, misma que permite a los emisores soberanos, en este caso, los gobiernos de cada país obtener recursos a través de disponibilidades de liquidez en los mercados internacionales, tomando en consideración ciertas condicionalidades que tienen que cumplirse y que los países deben apegarse para convertirse en emisores de deuda en el mercado internacional de capitales.

Para el año 2013 el gobierno tenía una brecha de alrededor de \$750.0 millones, Honduras no contaba con apoyo presupuestario de los organismos internacionales y la brecha del gasto corriente estaba considerada bastante alta de alrededor del 7.7% en relación al Producto Interno Bruto (PIB), el porcentaje más alto en los últimos 17 años según cifras oficiales y del Instituto Centroamericano de Estudios Fiscales (ICEFI). Cabe mencionar que el gobierno tenía una fuerte presión para cubrir el déficit presentado, sin embargo, las fuentes de financiamiento tradicionales a las que Honduras había tenido accesos como ser; los organismos internacionales y el mercado local estaban saturados de títulos valores, las fuentes de financiamiento estaban cerradas porque el país no contaba con un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Es por ello que el gobierno tomo la iniciativa de salir a participar como emisor en el mercado internacional de títulos valores, con el objetivo fundamental de cerrar la brecha fiscal presentada en el año 2013 y en vista de que la puertas del financiamiento interno estaban cerradas para el Gobierno, este tomo la decisión de salir al mercado internacional en busca de recursos financieros.

Cabe señalar que el mercado interno de títulos valores en Honduras es bien limitado y se reduce prácticamente a 17 instituciones bancarias del sistema financiero privado, que se consideran como los inversores que tienen la capacidad de acudir en mayor volumen a la compra de títulos del gobierno de Honduras y, por parte de los entes estatales está el INJUPEM, IHSS e IMPREMA, sin embargo, en ese momento el único que apoyaba al gobierno era el INJUPEM, ya que el IHSS e IMPREMA se encontraban en un proceso de intervención y saneamiento de sus carteras, lo que imposibilitaba a que estos institutos pudieran prestarle el apoyo al gobierno en materia de recursos financieros.

El beneficio en términos presupuestarios fue muy positivo, porque Honduras pudo cerrar su brecha presupuestaria con los \$750.0 millones que se emitieron en el 2013, cumpliendo además con las siguientes obligaciones:

- Se cumplieron con los compromisos de pago de salarios
- Pago de deuda flotante que había en su momento
- Pago de algunos proveedores

Cuando se habla de deuda flotante, se refiere a aquellos compromisos del Estado por bienes o servicios prestados que no necesariamente es deuda pública, si no que se refiere a la deuda flotante cuando existe un compromiso de un proveedor que le presta servicios al Estado apegado a la legislación en términos de contratación y servicios, por lo que el Estado queda con la

obligación financiera pendiente de pago, ya sea porque no se cuenta con la disponibilidad de recursos en ese momento o por que el acuerdo con el proveedor establece que se le deberá cancelar en un plazo posterior o en cuotas.

Según cifras oficiales de SEFIN, al cierre del ejercicio Fiscal 2012 la deuda flotante del Estado de Honduras se estimaba en L. 10,409.7 millones y para al cierre fiscal 2013 el saldo neto de la deuda flotante ascendió a L. 5,968.8 millones, lo que refleja una disminución de L. 4,440.9 millones respecto al saldo registrado en 2012.

De acuerdo a las cifras antes señaladas se confirma que los recursos captados mediante la colocación de bonos soberanos fueron en gran medida utilizados para cubrir parte de la deuda flotante; aunado a lo anterior podemos mencionar además como hallazgos positivos los siguiente:

- Se logró dar un paso importante para iniciarse en un mercado internacional de deuda y figurar como emisor de deuda soberana, tomando en consideración que del área Centroamericana, después de Nicaragua, Honduras era el único país que no había salido a emitir deuda en el mercado internacional.
- Participar en el mercado internacional, permitió logró medir la aceptación que tenía el gobierno, ya que pese a todas las dificultades y condición adversa que habían en su momento y, según la información oficial el Estado recibió una demanda de compra superior a los US\$ 6,000.0 millones en bonos, con órdenes de colocación de más de 200 bancos de inversión e instituciones calificadas de todas partes del mundo.

Consideramos que es importante que Honduras sea reconocido en el mercado internacional como un país emisor de deuda soberana, más allá de las implicaciones negativas que estaremos abordando posteriormente, resulta positivo que el país cuente con esa fuente de financiamiento, lo que en cierta medida se traduce en confianza por parte de los inversiones extranjeros, ya que Honduras previo a ser aceptado como emisor soberano en el mercado de deuda, tuvo que cumplir

con un estricto proceso de aceptación y cumplir con un marco de condiciones y exigencias impuestas por los mercados internacionales de financiamiento.

El análisis resume que el mayor beneficio para el Estado fue obtener el financiamiento o los recursos necesarios, para poder cumplir con todos los compromisos contraídos y que en ese momento no contaba con financiamiento disponible para hacerle frente a las obligaciones asumidas.

4.2.2 RIESGOS DE LA EMISIÓN DE BONOS

En este caso los riesgos se pueden medir más por el lado del inversionista, porque Honduras había cumplido con todas las condicionalidades y la reglamentación exigida para poder salir al mercado. El que compra los bonos es quien asume el principal riesgo, pero esto no exime al Estado de Honduras del riesgo de insolvencia o incapacidad de pago. Honduras previo a emitir los títulos cumplió con toda la regulación propia de los mercados internacionales, en este caso la del mercado de New York que fue donde se emitió la deuda.

No obstante lo anterior, lo que implica para el país la emisión de este tipo de deuda es el alto costo financiero, los títulos que el gobierno de Honduras emitió en el 2013 en comparación con el resto de la región son los títulos más caros que habían en ese momento.

Las implicaciones fueron negativas en el sentido de que la tasa de interés a la que fue colocada la primera emisión fue de 8.75%, porcentaje que se considera muy alto en relación a las perspectivas económicas para el país que en ese momento eran alrededor de 6.50%.

La Dirección General de Crédito Público realizó todos los análisis de sostenibilidad de deuda y se obtuvo que el país podía emitir deuda soberana a una tasa del 6.50%, misma que fue considerada en ese momento como una tasa aceptable en relación al tipo de economía que tiene el país, a la base legal, a la seguridad jurídica, a la seguridad institucional y todos los factores que enmarcan la calificación de riesgo para el país, sin embargo cuando se llegó al mercado internacional, Honduras se enfrentó a demandas legales que tendría efectos negativos en las calificaciones de país lo que propicio que la tasa de colocación se elevara al 8.75%.

Al momento de la primera emisión la calificación de riesgo brindada por las agencias calificadoras fue de B3 (-), lo que significa que la economía hondureña estaba siendo considerada como de término medio con perspectivas negativas de disminución aún más en los índices macroeconómicos.

Honduras ha pasado de perspectiva negativa en el 2013, ha perspectiva positiva en el año 2014 y recientemente la nota concedida por Moody's Investor Service al gobierno de Honduras, otorga una calificación de B3 positiva directamente apegándose a una investigación financiera internación y el análisis de las entidades comerciales y gubernamentales (Heraldo, 2015). Lo anterior representa una disminución del endeudamiento externo de 8.75 a 6.0% para los bonos colocados en el año 2013.

De acuerdo al análisis de los resultados y la recopilación de la información encontramos que: los beneficios de utilizar la medida de emisión de bonos y su correspondiente colocación en el mercado internacional de deuda, no compensan los riesgos asumidos por el país.

Cabe mencionar que lo que se ha acostumbrado con este tipo de emisiones, es que los recursos captados producto de este tipo de deuda sea orientada para inversión pública y en

Honduras se dio todo lo contrario; la deuda soberana se emitió para cubrir gasto corriente y déficit fiscales, en cambio en otros países como el caso de Costa Rica y Guatemala, se emite deuda para apalancar proyectos de inversión que generen mayor crecimiento económico. Por el contrario Honduras, utilizo los recursos obtenidos de los bonos soberanos para gasto corriente lo que contribuyó directamente a ejercer presión en el incremento de otro tipo de indicadores (inflación, liquidez en el mercado), y no precisamente los indicadores de crecimiento o desarrollo económico.

4.2.3 COMPORTAMIENTO DE LA EMISIÓN DE BONOS SOBERANOS

Esta iniciativa se realizó a partir del 2013, y a la fecha se han realizado dos emisiones de bonos soberanos: en la primera se autorizó por un monto de \$ 750.0 millones y únicamente se adjudicó un monto de \$ 500.0 millones y, la segunda emisión se realizó en el mes de Diciembre del mismo año por un monto \$500.0 millones. De estos recursos \$ 750.0 millones se utilizaron en el año 2013 y \$ 250.0 millones se quedó para cubrir parte del presupuesto del año 2014.

Las condiciones bajo las que fueron colocados estas dos emisiones de bonos fueron: la primera colocación a una tasa de 8.75% con un plazo de 10 años y el segundo bono soberano fue colocado a una tasa de 7.50% a un plazo de 7 años.

Tal como se presenta en la figura 17, los inversionistas que acudieron al mercado internacional y que se identifican como los tenedores de los bonos soberanos del Estado de Honduras, pertenecen en mayor porcentaje a los gestores de fondos y fondos de cobertura:

- ✓ Fondos de pensiones de EE.UU, CANADA , INGLATERRA
- ✓ Corporaciones de ventas al detalle
- ✓ Inversionistas Particulares o Individuales
- ✓ Bancos

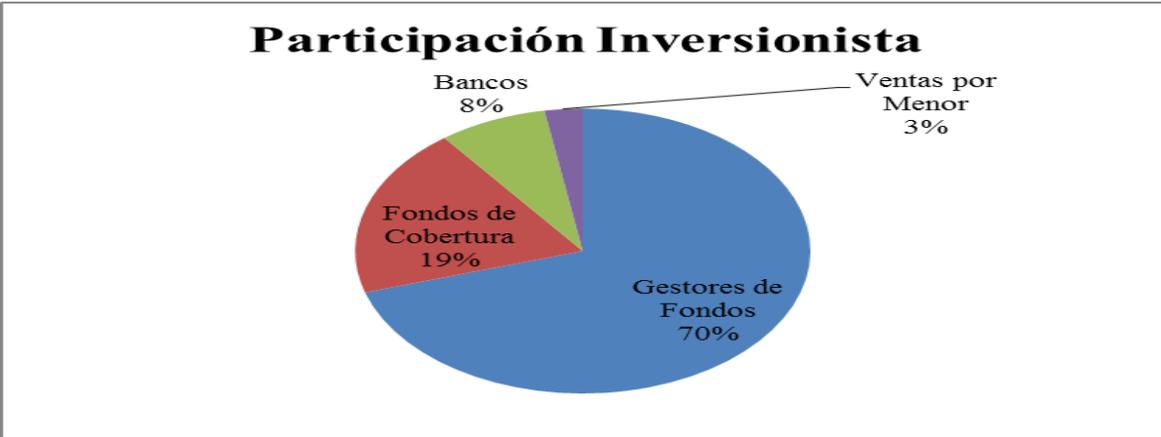


Figura 17. Porcentaje de Participación por Inversionista

En relación a los países que tuvieron la mayor participación, la figura 18 muestra que la mayor parte de los bonos se colocó en Norteamérica, seguido de Europa y en menor medida en Asia. En el caso de Latinoamérica no tuvo ninguna participación.



Figura 18. Porcentaje de Participación por País

4.2.3.1 ADMINISTRACIÓN DE LOS FONDOS: CONSTITUCIÓN DEL FIDEICOMISO

De las gestiones de colocación del Bono Soberano Global por el monto de US\$500,000,000.00 en el mercado internacional, se destinaron US\$5,725,000.00 en el pago de los servicios legales y financieros brindados por entes internacionales y nacionales, necesarios para poder realizar la operación tal como se detalla a continuación:

Tabla 3. Detalle de Servicios Contratados y Costos Pagados

Servicio Contratado	Monto Cancelado
Servicios de Asesoría Legal Internacional	US\$ 360,000.00
Servicios de Asesoría Legal Local	US\$ 45,000.00
Servicios de Calificación Internacional sobre riesgo País	US\$ 320,000.00
Servicios de Colocación y Estructuración de la Emisión Soberanada del Bono Global	US\$ 5,000,000.00
Costo Total de Colocación	US\$ 5,725,000.00

Una vez realizado los pagos de los costos de colocación se obtuvo un monto neto de US\$ 494,275,000.00. El Gobierno de Honduras a través de la Secretaría de Finanzas suscribió el 15 de marzo del 2013, un Contrato de Fideicomiso con el Banco Central de Honduras, de acuerdo a lo establecido en el Artículo 4 del Decreto Legislativo No.183-2012 que autorizó la emisión del Bono Soberano.

Los fondos de este fideicomiso son administrados por un Comité Técnico, quien es el Órgano encargado de tomar las decisiones sobre el manejo de los recursos de acuerdo a los objetivos del Fideicomiso, dicho comité se encuentra integrado por el Secretario de Estado en el Despacho de Finanzas, quien lo preside, la Secretaría de Estado en el Despacho de la Presidencia y el Tesorero General de la República, que actúa como Secretario.

Dentro de las obligaciones del Fiduciario (BCH), se pueden mencionar las siguientes:

1. El BCH entregará mensualmente los Estados Financieros del Fideicomiso, además remitirá trimestralmente los estados financieros y sus notas.
2. Administrar los recursos derivados de la emisión y colocación de Bonos de la República de Honduras (Bono Soberano).
3. Invertir, de ser posibles, las disponibilidades liquidas del fideicomiso en instrumentos financieros que ofrezcan las mejores condiciones de seguridad, rentabilidad y liquidez, excluyendo los emitidos por el BCH, conforme instrucciones por escrito de “EL FIDEICOMITENTE” con autorización expresa del comité técnico.
4. Cumplir con el Objeto del presente contrato con la diligencia profesional que establece la ley y con los requerimientos que demanda el cumplimiento de las finalidades del Fideicomiso.
5. Realizar las transferencias de recursos a la cuenta que “EL FIDEICOMITENTE” designe, verificando que cuenten con la debida autorización del Comité Técnico.

Cabe señalar que el BCH, en el desempeño de sus funciones y por el servicio prestado no cobro remuneración alguna.

4.2.3.2 USO Y DESTINO DE LOS RECURSOS OBTENIDOS

En la tabla 4 se muestra el detalle de los desembolsos realizados con los recursos obtenidos de la primera colocación de bonos soberanos, así como el detalle de los pagos efectuados con el fondo del fideicomiso pagado en efectivo a Septiembre de 2013. El complemento a sueldos y el pago de trasferencias a municipalidades representa la mayor erogación de los recursos.

Tabla 4. Uso de los Fondos de la Primera Colocación de Bonos Soberanos

(Cifras en millones de Lempiras)

Desembolsos					Monto	
Desembolso Acta 1					3,200	
Desembolso Acta 2					2,434	
Desembolso Acta 3					3,000	
Desembolso Acta 4					1,334	
Total Desembolsado					9,968	
A					Monto	%
Resumen de Pagos					5,674	57
Deuda Pública					2,009	20
Deuda Flotante (2012)					2,284	23
APOYO PRESUPUESTARIO 2013 (TOTAL 2013 SIN DEUDA PUBLICA)					9,967	100
B			1	2	3=1+2	
Detalle de Pagos Realizados al 30 de Septiembre de 2013 (Pagado en Efectivo)		Autorizado	Pagado del 2012 (Deuda Flotante)	Pagado del 2013	Total Pagado	%
PAGO DE DEUDA PÚBLICA		5,674	0	5,674	5,674	57
Apoyo Presupuestario: Complemento a Sueldos, Transferencia a Municipalidades y Sector Público		2,552	450	2,102	2,552	26
Pago a Proveedores Sector Construcción		204	172	32	204	2
Pago a Proveedores Sector Salud		497	479	18	497	5
Pago a Proveedores Resto de Instituciones y Ministerios		1,041	908	133	1,041	10
SUB-TOTAL		4,294	2,009	2,285	4,294	43
TOTAL		9,968	2,009	7,959	9,968	100

En la tabla 5 se presenta el detalle del destino de los recursos obtenidos producto de la segunda colocación de bonos soberanos, así como los desembolsos y pagos realizados con el fondo del fideicomiso a Enero del 2014. Cabe destacar que el 72% de los recursos obtenidos se destinaron para el pago de sueldos y salarios los que representan la mayor erogación de los fondos, además el gobierno destino los recursos para cubrir parte de la deuda flotante de años anteriores; lo que comprueba que la totalidad de los recursos se orientó para cubrir gasto corriente.

Tabla 5. Uso de los Fondos de la Segunda Colocación de Bonos Soberanos

(Cifras en Millones de Lempiras)

Saldo Inicial al 19 de Diciembre de 2013	10,246.7	
Saldo Desembolsado al 10 de Enero de 2014	4,546.7	
Saldo por Desembolsar	5,700.0	
RESUMEN DE PAGOS		
	MONTO	%
Deuda Pública	806.7	18
Sueldos y Salarios (Diciembre 2013)	3,252.7	72
Pago a Proveedores:	487.0	11
Constructoras	352.0	
Farmaceuticas	135.0	
TOTAL PAGADO	4,546.4	100

4.2.4 PRINCIPALES CAUSAS QUE ORIGINAN LA EMISIÓN DE BONOS SOBERANOS.

La incursión en el mercado financiero internacional se realizó, básicamente, por tres motivos: i) necesidad de emisión de bonos globales por US\$ 500.0 millones como fuente de financiamiento, ii) diversificar las fuentes de financiamiento del Sector Público y iii) oportunidad de la emisión. Sin embargo, de acuerdo al análisis se considera que la principal causa de origen radica fundamentalmente en creciente déficit fiscal generado por los desfases en las recaudaciones tributarias, la pesada e insostenible deuda flotante que acarreaba el país en su momento y la falta de opciones de financiamiento interno.

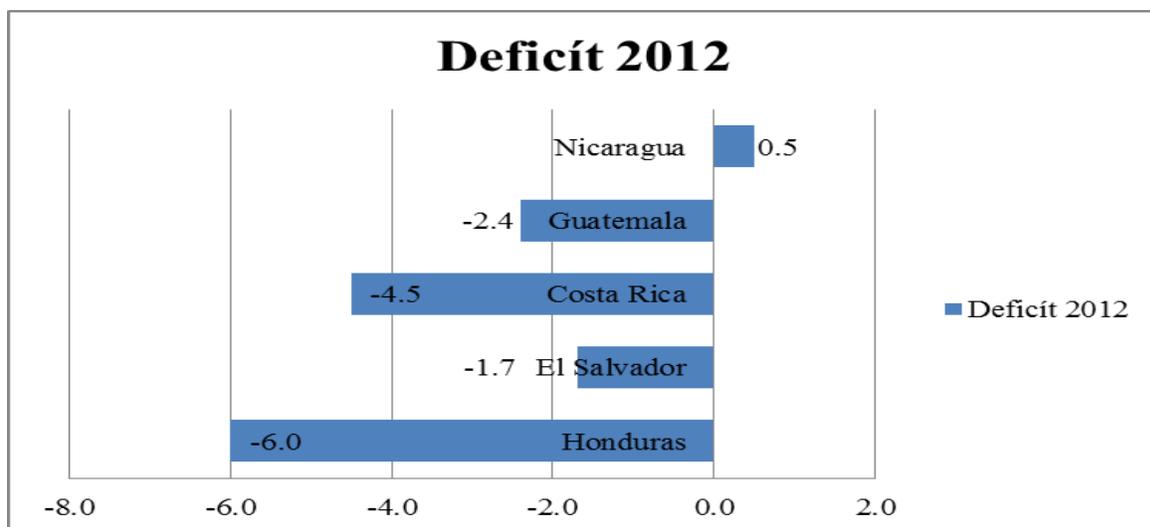


Figura 19. Saldos fiscales en algunos países de América Central (% PIB), 2012

Fuente: Secretaria Ejecutiva del consejo Monetario Centroamericano (SECMCA)

En la figura 19 se puede observar que Honduras presento en 2012 el peor desempeño fiscal del área centroamericana, “el déficit fiscal del presupuesto del gobierno central ha ido empeorando desde el 2008 y paso de un 2.4% a un 6.0% en el 2012” (Banco Mundial, 2013, p.16). De los saldos fiscales anteriormente mostrados en la figura 19 se observa que únicamente Nicaragua genero superávit en el ejercicio fiscal 2012.

La figura 20 se muestra que durante el 2013 las finanzas públicas mostraron un déficit fiscal neto de 7.9% de la Administración Central en relación al PIB, mayor en 1.9 puntos porcentuales con respecto al déficit presentado en 2012. Lo anterior demuestra el crecimiento en el déficit fiscal de un período fiscal a otro, y se debió principalmente a la desaceleración en la recaudación mostrado en los ingresos tributarios, los cuales presentaron un crecimiento del 6.0% igual al crecimiento presentado en el año 2012; así mismo los gastos se expandieron en 2013 y fueron

mayores en 1.3 puntos porcentuales respecto a lo registrado en el 2012 (13.4%), lo que aunado a la desaceleración en los ingresos provocó un aumento en el déficit fiscal.

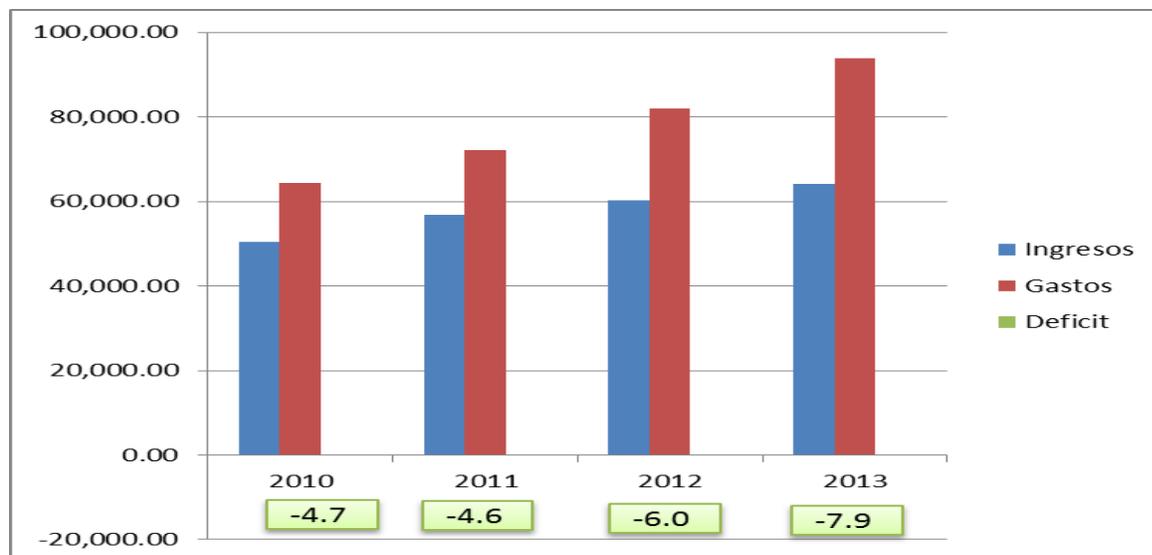


Figura 20. Déficit Fiscal de la Administración Central 2010-2013

Fuente: Unidad de Planificación y Evaluación de la Gestión/SEFIN

Sin duda que el creciente déficit fiscal y los altos niveles flotantes con los que contaba el Estado en su momento fueron las causas más significativas por las que el gobierno de turno recurrió a la medida de emisión de bonos soberanos, no obstante aunado a estos factores antes mencionados se encuentran otras causas que influyeron para tomar la decisión y adoptar la figura del financiamiento a través de deuda soberana, las que mencionados a continuación:

- ✓ Falta de opciones de financiamiento por no ser Honduras un país sujeto de crédito en ese momento, ni por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) ni el Banco Mundial (BM), quienes han sido principalmente los organismos que han brindado el apoyo presupuestario.

- ✓ Falta de credibilidad en el país, ya que en el año 2013 no había ninguna credibilidad por parte del gobierno respecto al ordenamiento económico financiero
- ✓ La carencia de las variables antes mencionadas obligo al gobierno a tomar la decisión de irse a un mercado internacional donde la deuda es cara por las distintas condiciones de mercado y sujeto a la demanda de los bonos.

En cuanto a las causas que originaron la emisión de bonos soberanos para ser colocados en el mercado internacional; se encontró falta de opciones de financiamiento para el gobierno en vista que en su momento se venía de una post crisis política, relaciones bilaterales casi nulas y la carencia de un plan de reordenamiento de las finanzas públicas.

4.2.5 SITUACIÓN ACTUAL RESPECTO A LA EMISIÓN BONOS SOBERANOS Y SU COLOCACIÓN EN EL MERCADO INTERNACIONAL

En términos generales los recursos fueron utilizados para cerrar la brecha fiscal del 2013, que incluye: pago de planillas atrasadas y pendientes de pago (sueldos), decimocuarto mes de salario, pago de algunos proveedores.

Cabe señalar que de los recursos captados en ambas colocaciones fueron destinados en su totalidad para cubrir gasto corriente, lo que no permitió espacios presupuestarios para realizar inversión pública.

El gobierno está considerando nuevas emisiones, sin embargo, para el presupuesto del 2015 todas las fuentes de financiamiento están cubiertas; el gobierno iría al mercado internacional en búsqueda de recursos con condiciones más blandas o mejores a las que actualmente se tienen. Si en el mercado interno no es posible colocar alrededor los 20,000.0 millones de lempiras o su equivalente en dólares que se tienen que colocar este año en el mercado local, el gobierno tomaría

la iniciativa de salir nuevamente al mercado internacional pero con condiciones mejores a las que se tienen en el mercado local.

Cabe señalar que en estos momentos no existe la presión financiera para el gobierno para realizar nuevas emisiones en relación a la presión presentada en el 2013, ya que las condiciones de disponibilidad han tenido una leve mejora en cuanto fuentes de financiamiento interno, ya que el país en estos momentos cuenta con el apoyo presupuestario del BID y Banco Mundial y tomando en consideración que ya estamos por cerrar el primer semestre del año sería prácticamente imposible realizar emisiones este año, ya que el gobierno no ha tomado la iniciativa para ir al congreso a solicitar la aprobación una nueva emisión mediante decreto legislativo.

El proceso es bastante largo y toma alrededor de 6 meses, por lo que ya no habría espacio de completar el mismo o se vería muy ajustado y se tendría que cerrar el proceso de emisión en las últimas semanas de diciembre que es cuando el mercado ya está un poco deprimido.

La calificación o el indicativo de los calificadores de riesgo se mantienen desde 2013 para Honduras en B3, lo que ha cambiado ha sido la perspectiva, la cual ha venido mejorando en los últimos 2 años, lo que significa que los calificadores visualizan que cuando se realice una nueva evaluación, la situación macro económica, fiscal y todos los indicadores de política fiscal, monetaria y económica ya habrán presentado una mejoría.

De acuerdo a lo anterior, si el gobierno piensa salir al mercado con una nueva emisión, la nueva calificación permitiría que los títulos sean mucho más bajos en términos de costo financiero (tasa de interés). Los inversionistas miran como positivo y están de acuerdo con la calificación de riesgo hacia Honduras, y eso les brinda cierta seguridad de que el país va a tener capacidad

económica para cumplir con las obligaciones de deuda soberana. La calificación mide la capacidad que tiene el gobierno para honrar sus deudas.

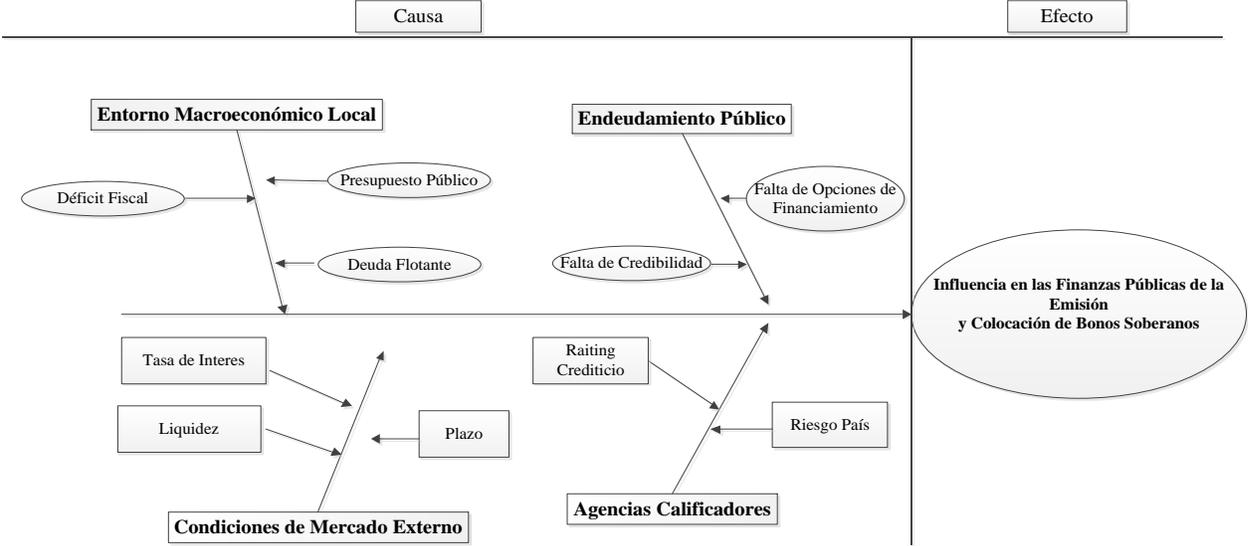


Figura 21. Diagrama de Ishikawa

El diagrama de Ishikawa representado en la figura 21 podemos observar la relación existente entre la causa y el efecto; como se detalla en la misma, se visualizan las categorías que componen el diagrama como se: a) Entorno Macroeconómico Local, b) Endeudamiento Público, c) Condiciones del Mercado Externo y, d) Agencias Calificadoras.

Como causas principales se presentan el déficit fiscal, la deuda flotante y el presupuesto público, las cuales representan el elemento preponderante por el cual nace la iniciativa de Emisión de Bonos Soberanos. En el endeudamiento público se destaca la falta de opciones de financiamiento que en su momento experimento el Estado y que origino que el gobierno tomara la

decisión de salir a buscar otras alternativas de captación de recursos distintas de las tradicionales, además la falta de credibilidad en el gobierno por parte de los sector financiero interno y organismos internacionales, también se presenta como una variable que origino la emisión de bonos Soberanos.

Para complementar en análisis del diagrama de Ishikawa, surgen además, otras causas de carácter secundario pero que de igual forma son elementos a considerar al momento de realizar las emisiones y colocaciones de bonos, estas causas se consideran desde la perspectiva de las condiciones de mercado en términos de tasa de interés, plazos de colocación y liquidez en los mercados financieros; además, la calificación crediticia desde el punto de vista de la evaluación brindada al país por las agencias calificadoras de riesgos en términos de las condiciones económica del país como requisito fundamental exigido por los inversionistas y que son elementos que influyen directamente en las finanzas públicas del país.

CAPÍTULO V. CONCLUSIONES Y RECOMEDACIONES

En el presente capítulo se muestra en forma resumida los resultados del análisis efectuado, derivado del proceso de obtención de resultados y la interpretación de los mismos, así como, el planteamiento de las consideraciones y recomendaciones necesarias, orientadas a brindar sugerencias de solución que permitan enfrentar los cuestionamientos mencionados y alcanzar mejores resultados en el mediano y largo plazo.

5.1. CONCLUSIONES

1. El principal beneficio de la emisión de bonos soberanos del Estado de Honduras y su colocación en el mercado internacional, fue la obtención de recursos a través de disponibilidades de liquidez en los mercados internacionales, para cubrir la brecha fiscal generada por el desfase en las recaudaciones tributarias en años anteriores al 2013 y adema para cumplir con los compromisos de pago del Estado en bienes y servicios prestados.
2. Los riesgos asumidos por el Gobierno de Honduras en la emisión de bonos soberanos y su colocación en el mercado internacional, se resumen en el alto costo financiero que representa para el País, por las condiciones de las altas tasas de interés en que fueron colocados y el riesgo de insolvencia o incapacidad de pago.
3. De acuerdo al análisis de los resultados y la recopilación de la información los beneficios de la emisión de bonos soberanos del Estado de Honduras y su colocación en el mercado internacional, no compensan los riesgos asumidos por el Estado si la iniciativa se vuelve recurrente y, mucho menos si los recursos obtenidos del financiamiento se destinan para cubrir gastos corrientes que son el principal factor por el cual se producen desequilibrios

fiscales altos, ya que a largo plazo se pone en riesgo la capacidad de pago del País al vencimiento de la deuda soberana.

4. Desde la primera iniciativa de emisión y colocación de bonos soberanos en el 2012, a la fecha se han realizado dos emisiones de bonos soberanos: en la primera por un monto de \$ 750.0 Millones de los cuales se adjudicó un monto de \$ 500.0 Millones a una tasa de 8.75% con un plazo de 10 años y la segunda emisión se realizó en el mismo año por un monto \$500.0 Millones a una tasa de 7.50% a un plazo de 7 años.
5. Las principales causas que originan la emisión de bonos soberanos son: la falta de opciones de financiamiento con Organismos Internacionales ante el crecimiento desmedido del déficit fiscal en el 2013 por el desfase de las recaudaciones tributarias, la pesada deuda flotante contraída con proveedores y por la prestación de servicios generados por el crecimiento del gasto corriente y la falta de opciones de financiamiento interno.
6. La deuda soberana emitida, se utilizó en su totalidad para cubrir gasto corriente y déficit fiscales, por lo cual no se descarta que puede presentarse como una opción recurrente de financiamiento, así mismo reduciría espacios para inversión pública.
7. La calificación de riesgo se mantienen desde 2013 para Honduras en B3, lo que ha cambiado ha sido la perspectiva la cual ha venido mejorando en los últimos 2 años, lo que significa que las agencias calificadoras visualizan que cuando se realice una nueva evaluación, la situación macro económica, fiscal y todos los indicadores de política fiscal, monetaria y económica ya habrán presentado una mejoría, lo que favorecería para nuevas emisiones de bonos soberanos.

5.2. RECOMENDACIONES

1. Administrar eficientemente los recursos derivados de la emisión y colocación de Bonos Soberanos en el Mercado Internacional, destinando los recursos en su totalidad para apalancar proyectos de inversión real y evitar orientar los recursos para cubrir gasto corriente.
2. Invertir las disponibilidades liquidadas del fideicomiso en instrumentos financieros que ofrezcan las mejores condiciones de seguridad, rentabilidad y liquidez, conforme a las recomendaciones del comité técnico.
3. Realizar las provisiones de fondos necesarios para que al vencimiento de los bonos se pueda contar con la disponibilidad de recursos para hacerle frente a esta deuda ya que la misma debe de honrarse mediante un solo desembolso.
4. Evitar como medida recurrente de financiación de gastos corrientes, salir a emitir bonos soberanos al mercado internacional, previo al análisis del comité técnico que demuestren la capacidad de pago del País a una tasa favorable.
5. Socializar la medida de emisión de bonos soberanos y su colocación en el mercado internacional, informado adecuadamente, cubriendo la deficiencia en la transparencia y en los canales oficiales de comunicación entre el gobierno y la población en general.

CAPÍTULO VI. APLICABILIDAD

Con el desarrollo del presente capítulo de aplicabilidad se complementa la estructura metodológica de la investigación, el cual se lleva a cabo como propuesta en base al objetivo específico y con el propósito de realizar un estudio para analizar la influencia que ejerce en las finanzas públicas la emisión y colocación de bonos soberanos en el mercado internacional.

6.1 ESTUDIO DETALLADO SOBRE LA INFLUENCIA QUE EJERCE EN LAS FINANZAS PÚBLICAS LA EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS SOBERANOS.

6.2 INTRODUCCIÓN

6.3 DESCRIPCIÓN DE LA PROPUESTA

6.3.1 ENDEUDAMIENTO EXTERNO

6.3.2 SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA

6.3.2.1 DEUDA PÚBLICA

6.3.3 INVERSIÓN PÚBLICA

6.3.4 DÉFICIT FISCAL

6.4 COMO EFICIENTAR LAS RECAUDACIONES TRIBUTARIAS PARA MEJORAR LOS DESEQUILIBRIOS FISCALES

6.5 PRESUPUESTO

6.6 CRONOGRAMA DE EJECUCIÓN

6.2 INTRODUCCIÓN

La emisión de bonos soberanos del Estado de Honduras para ser transados en el mercado internacional, representa una alternativa más de financiamiento a la que el Estado puede acceder en búsqueda de obtención de recursos financieros, sin embargo; esta estrategia utilizada por el gobierno involucra distintos aspectos económicos y financieros, que conllevan a repercusiones e implicaciones para las finanzas públicas.

Lo anterior origina a presentar una propuesta que permitirá realizar un estudio de la influencia que ejerce en finanzas públicas, la utilización de la emisión de bonos soberanos como alternativa de obtención de recursos; además de facilitar información necesaria que permita tener conocimiento de las implicaciones que tiene para el país seguir considerando a la emisión de bonos soberanos como parte de la política de endeudamiento público.

6.3 DESCRIPCIÓN DE LA PROPUESTA

El presente estudio se enfoca principalmente en conocer la influencia que representa para las finanzas públicas, la alternativa de la emisión y colocación de bonos soberanos en el mercado internacional, como una forma de captación de recursos provenientes de los mercados financieros extranjeros para financiar el presupuesto público. Se presenta el estudio en términos de endeudamiento público, principalmente de los compromisos financieros contraídos por el Estado con las fuentes de financiamiento externo; además se analizó las obligación del estado en el pago de intereses y capital producto de la emisión de deuda soberana, la influencia en el componente de inversión pública y los efectos en el la economía el términos de déficit fiscal.

6.3.1 ENDEUDAMIENTO EXTERNO

El endeudamiento del país representa un elemento relevante de estudio en cuanto a las finanzas públicas se refiere; la colocación de bonos soberanos forma parte de la deuda que mantiene Estado de Honduras frente a los inversionistas particulares extranjeros u otros países. El endeudamiento externo constituye para el Estado una forma de obtener recursos financieros, que en este caso está representado por las emisiones de títulos de deuda soberana (Bonos Soberanos), como una función de la Secretaría de Finanzas en representación legal del poder ejecutivo y aprobado por el Congreso de la República; dichas emisiones se convierten en endeudamiento externo una vez que son colocadas en el mercado internacional.

En marzo de 2013 se realizó una emisión inaugural de un Bono Soberano en el mercado internacional por un monto de US\$ 500.0 millones, los que fueron colocados a una tasa de 8.75% anual y a un plazo entre 10 años, quedando por colocar US\$ 250.0 millones de los US\$ 750.0 millones autorizados por el Congreso Nacional.

Al primer semestre 2013, la Tesorería General de la República utilizó los recursos provenientes de la emisión del bono soberano, en lo siguiente:

- a) L. 2,674.0 millones para el pago de Deuda Pública.
- b) L. 951.0 millones para apoyo presupuestario 2013, de los cuales L768.0 millones se Utilizaron para el pago de transferencias a municipalidades y entes descentralizados.
- c) L. 2,009.0 millones para pago de deuda flotante con: proveedores de las diferentes Instituciones del Gobierno L908.0 millones, Proveedores del sector salud L479.0 Millones, proveedores sector construcción L.172.0 millones, y L.450.0 millones para el Pago de transferencias a Municipios y entes desconcentrados y descentralizados del Gobierno.

Un informe de liquidación presupuestaria 2013 de la Secretaría de Finanzas, señala que las fuentes de financiamiento muestran una recaudación de L.43,272.0 Millones, superior en L.25,640.7 Millones al 2012, debido principalmente a la colocación de la primera y segunda emisión del bono soberano.

Cabe señalar que de la totalidad de los recursos obtenidos, al cierre del primer semestre 2013 la Tesorería General de la República tenía depósitos en concepto del Bono Soberano de L4,331.0 millones, en la cuenta de Fideicomiso abierta en el Banco Central de Honduras, para el Manejo de dichos fondos, para ser utilizados posteriormente en cubrir gasto corriente principalmente de sueldos y salarios y transferencias para gastos sociales.

Pese a lo anterior, las erogaciones del gasto y las asignaciones presupuestarias destinadas para estos propósitos, no son consecuentes con el nivel de vida de la sociedad hondureña; ya que el Informe de Desarrollo Humano, publicado por el ICEFI demuestra que en Honduras existen inequidades sociales muy significativas, producto de carencias y/o falencias en el acceso, la cobertura, la calidad y eficiencia de los servicios sociales que brinda el Estado a la sociedad.

Lo anterior tiene un efecto directo negativo en cuanto a las finanzas públicas, ya que por un lado, el país se endeuda más y compromete sus bajos tributos al pago de los intereses por obligaciones contraídas en el mercado internacional, sin embargo ese esfuerzo de país no se ve reflejando positivamente en un mejor nivel de vida de la sociedad en su conjunto.

Según datos de la Dirección General de Crédito Público, al 31 de marzo de 2015 los Tenedores de Bonos representan un 19% del saldo de la Deuda Pública Externa del Gobierno Central con un monto de US\$ 1,050.00 millones, convirtiéndose en la actualidad en la segunda

fuente de financiamiento del Estado. Cabe mencionar que la deuda comercial generada por la colocación de bonos en su totalidad es en términos no concesionales, lo que significa que el gobierno no obtuvo periodos de gracia y la deuda se encuentra estructurada a tasa de interés fija, lo que refleja un riesgo en términos de los costos financieros de la cartera, tomando en cuenta que las tasas a las que fueron colocados los bonos son consideradas como altas en relación al promedio de la región centroamericana.

6.3.2 SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA

El pago por este tipo de gasto al mes de junio 2013 ascendió a L. 739.8 millones, monto que represento el 1% en relación al PIB, incrementándose con respecto a junio de 2012 en 167.3 millones en términos del PIB. Los intereses de la deuda se incrementaron en 0.2 puntos porcentuales, debido a incrementos en la tasa de interés de los bonos soberanos colocados.

Tabla 6. Resumen del Gasto Corriente de la Administración Central, 2012-2013.

Descripción	Millones de Lps		Variación		Porcentaje del PIB	
	2012	2013	Absoluta	Relativa	2012	2013
Gasto Corriente	30,360.4	32,431.6	2,071.2	6.8	8.6	8.3
Gasto de Consumo	20,578.0	21,114.3	536.3	2.6	5.8	5.4
Sueldos y Salarios	16,675.8	17,005.6	329.8	2	4.7	4.4
Bienes y Servicios	3,902.2	4,108.7	206.5	5.3	1.1	1.1
Intereses de la Deuda	2,869.3	3,856.5	987.2	34.4	0.8	1.0
Internos Internos	2,296.8	3,116.8	819.9	35.7	0.6	0.8
Internos Externos	572.5	739.8	167.3	29.2	0.2	0.2
Transferecias Corrientes	6,913.0	7,460.7	547.7	7.9	1.9	1.9

Fuente: UPEG/SEFIN

Al I trimestre del año 2015, el Gasto Total en el Servicio de la Deuda Pública Externa del Gobierno Central de Honduras fue de US\$ 58.26 Millones. Del Total del Servicio de la Deuda Efectivamente Pagado, el 35% (US\$20.52 Millones) corresponde al pago de capital, el 61% (US\$35.26 Millones) al pago de intereses y el 4% (US\$2.48 Millones) al pago de comisiones.

Las obligaciones contraídas en materia de deuda soberana ejerce una fuerte presión de pago sobre las ya debilitadas finanzas públicas, lo que limita la existencia de una educación gratuita y con la dotación suficiente de recursos – incluyendo los tecnológicos, dificulta al acceso a los servicios de salud y pone en precaria la situación de los hospitales públicos mostrando fuertes deficiencias en los sistemas asistenciales y dotación de medicamentos, además limita la atención de calidad en los sistemas seguridad ciudadana y seguridad social.

En la medida que el país emite deuda soberana, en paralelo se cierran los espacios presupuestarios que permitan financiar los programas y proyectos orientados a ofrecer servicios

públicos de calidad a la sociedad, ya que parte de los recursos disponibles son utilizados para atender compromisos de deuda en materia de amortización y pago de intereses que se originan en la colocación de los bonos soberanos; esto tiene repercusiones en el nivel de vida de la población ya que cada vez es mucho más difícil tener a la disposición los servicios básicos y una vida en condiciones humanas saludables.

6.3.2.1 DEUDA PÚBLICA

La deuda pública es la obligación que tienen el Estado sobre los prestamos recibidos y emisiones de títulos en poder del público; según la Ley Orgánica de Presupuesto, clasifica la deuda pública en interna y externa, la primera, es la que contrae el Sector Público con personas naturales o jurídicas que tengan categoría de residentes en el territorio nacional; y la deuda externa, es la constituida por obligaciones convenidas con otro Estado, Organismo Internacional o con cualquier persona natural o jurídica que tenga categoría de no residentes en el territorio nacional.

De acuerdo a lo anterior encontramos la relación que existe entre la deuda pública y la colocación de los bonos soberanos, los que son vistos como instrumentos de inversión muy confiables catalogados de bajo riesgo, debido a la seguridad de la inversión y a los rendimientos que generan, ya que se suponen que el Estado no quiebra y por lo tanto siempre pagara sus obligaciones. Ahora bien, aun y cuando el riesgo es asumido por el inversionista, esto no desliga al Estado de una implicación negativa en términos de costo financiero; ya que cuando los inversionista perciben inestabilidad económica del país emisor y, tomando en consideración las calificaciones de riesgo negativas exigen tasas altas de rendimiento en compensación al riesgo asumido.

El saldo de la deuda pública total del Gobierno Central al 31 de Diciembre de 2013 fue de 8,040.79 millones de dólares de los Estados Unidos de América, conformado por 5,012.04 millones de dólares de deuda externa y 2,825.75 millones de deuda interna.

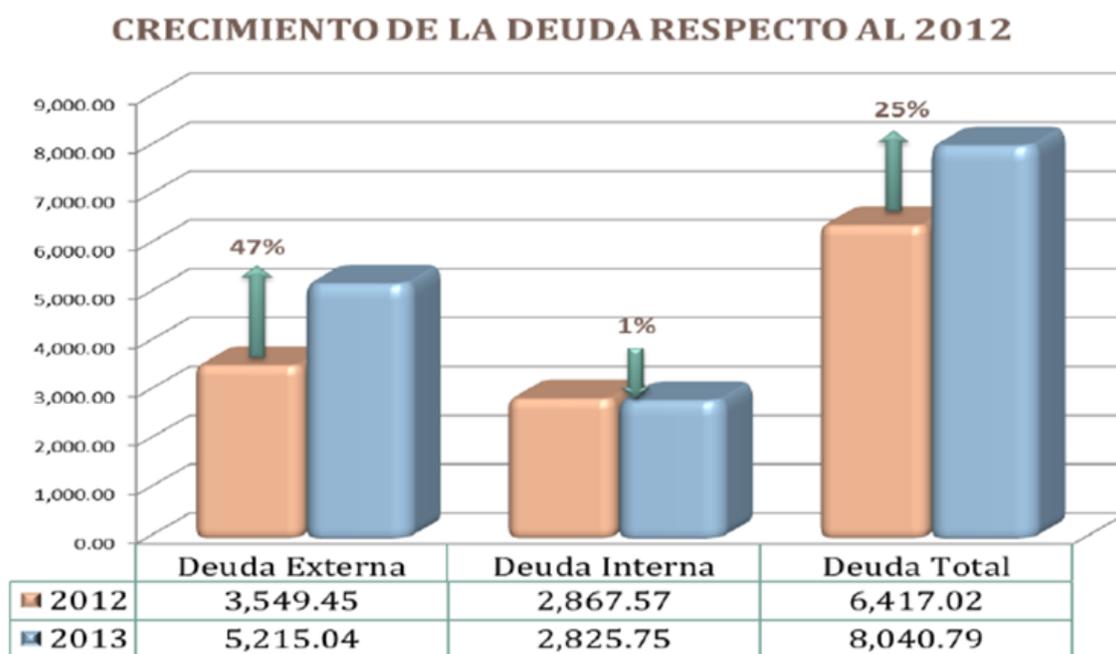


Figura 22. Composición de la Deuda Pública 2012-2013

Fuente: SEFIN, Informe de Liquidación 2013.

Con respecto al año 2012 la deuda pública total tuvo un crecimiento del 25.3%, debido a la colocación de bonos soberano I y II, los que en conjunto suman 997.54 millones de dólares; y los desembolsos por préstamos se recibieron en un alto porcentaje de los Organismos Multilaterales de crédito.

En el 2013, el saldo por Deuda Pública Externa corresponde principalmente a préstamos Multilaterales (62%) siendo el BID, BCIE y Banco Mundial los mayores acreedores, seguido por

las colocaciones de bonos con un 21% de participación, prestamos Bilaterales con 13% y Bancos Comerciales y Otras Instituciones Financieras con un 4%, del saldo total.

La Deuda Pública Interna del Gobierno Central acumulada al 31 de Diciembre de 2013, está compuesta por Deuda Bonificada (94 %) y el restante (6%) por Deuda No Bonificada; de igual manera se registra un monto de Pérdidas Cuasi fiscales reportadas por el BCH. Los Tenedores de la Deuda Interna del Gobierno Central corresponden principalmente a Institutos de Previsión Públicos con un 64%, seguido por el Sistema Financiero con un 18% y los otros con 18%.

La deuda interna está conformada por Bonos Gobierno de Honduras (Bonos GDH) (emisión de Títulos Valores) para el año 2013, aprobado mediante Decreto Legislativo No.223-2012 el 18 de enero de 2013, destinado al financiamiento del proceso electoral del 2013; Bonos Remanentes del año 2012; Bonos GDH – Proyecto “Complejo Penitenciario Regional”, US\$59.2 millones; Bonos Especiales de la Deuda Agraria y Letras de la Tesorería.

6.3.3 INVERSIÓN PÚBLICA

Según algunos expertos y economistas del país, la falta de inversión pública es uno de los principales contrapesos de la economía que han afectados las finanzas públicas en los últimos años y, es a lo que la presente administración debe de prestarle especial atención. Según (Burdett, 2014), la inversión pública en Honduras es una de las variables que en los últimos años ha tenido un decaimiento prolongado, porque la mayor parte de los gastos del Gobierno, están orientados al pago de gasto corriente y especialmente a resolver las obligaciones originadas por el servicio de la deuda y otros compromisos de deuda flotante.

El gobierno central ha aumentado sus gastos corrientes a expensas de las inversiones de capital. Según datos oficiales de la Secretaría de Finanzas, los gastos corrientes del presupuesto del gobierno central aumentaron de 17.5% del PIB en 2008 a 18.1% en 2012 debido principalmente al

pago de intereses. Al mismo tiempo, se presentó una disminución en el gasto de capital del Gobierno particularmente la reducción abrupta en las inversiones de capital, pasando de 2.8% del PIB en 2009 a 1.4% en 2012, para el aumento en las transferencias de capital que no siempre se destinaron a inversiones de capital, sino que recurrentemente se utilizaron para cubrir gasto corriente (intereses de la deuda).

Tomando en consideración los señalamientos antes mencionados, se puede percibir que la emisión de bonos soberanos para ser colocados en el mercado internacional, provoca indirectamente una reducción en los niveles de inversión; ya el país al tener una economía débil no genera la producción necesaria que permita niveles de crecimiento y sustento en la contratación de deuda, por lo que se identifica que gran parte de los recursos públicos son destinados a pago de intereses de la deuda y se castiga a la inversión real que genere formación bruta de capital.

6.3.4 DÉFICIT FISCAL

Tomando en consideración el nivel de ingresos total (corrientes y donaciones) de L. 30,117.4 millones y el nivel de gasto total de L. 40,852.5 millones, se generó como resultado al mes de junio de 2013 un déficit de L. 10,735.1 millones, equivalente a 2.8% en relación al PIB, lo que resulta en un incremento en 0.1 puntos porcentuales al observado en el mes de junio de 2012.

Tabla 7. Financiamiento del Déficit de la Administración Central

Descripción	Millones de Lps		Variación		Porcentaje del PIB	
	2012	2013	Absoluta	Relativa	2012	2013
Déficit	-9,537.6	-10,735.1	-1,197.5	12.6	-2.7	-2.8
Financiamiento	9,537.6	10,735.1	1,197.5	12.6	2.7	2.8
Credito Externo Neto	3,574.5	14,612.6	11,038.1	308.8	1.0	3.8
Desembolsos	4,128.7	15,162.7	11,034.0	267.3	1.2	3.9
(-) Amortizacion	554.2	550.1	-4.1	-0.7	0.2	0.1
Credito Interno Neto	2,958.1	3,796.2	838.1	28.3	0.8	1.0
Emisión	4,218.6	6,461.2	2,242.6	53.2	1.2	1.7
(-) Amortizacion	1,260.5	2,665.0	1,404.5	11.4	0.4	0.7

Fuente: UPEG/SEFIN

De acuerdo a lo presentado en la tabla 7 se muestra el resultado fiscal generado por el gobierno en el periodo 2012-2013, el cual se presenta como un resultado negativo, mismo que fue financiado con deuda tanto interna como externa. Es importante mencionar que en los desembolsos presentados en el 2013 se incluye la colocación del bono soberano por US\$ 500.0 millones colocados en el mes de marzo.

En las variaciones presentadas en la tabla 7, se puede observar como significativamente el incremento del financiamiento a través de deuda externa fue originado principalmente por la colocación de los bonos soberanos; por lo que encontramos que unos de los objetivos primordiales de salir al mercado internacional a colocar bonos del Estado por parte del gobierno, fue principalmente para cubrir los desequilibrios fiscales de años anteriores.

La situación anterior representa un desmejoramiento de las finanzas en términos de cumplimiento de compromisos contraídos, ya que si bien es cierto, en el corto plazo se cubren los desfases fiscales, en el largo plazo el país tendrá presiones altas de pago y en vista que no se

tienen las previsiones necesarias de recursos que puedan cubrir la deuda de la emisión al vencimiento; muy probablemente se tendrán que realizar nuevas emisiones de deuda soberana como cubrir la deuda vencida.

Además de lo señalado anteriormente y, de acuerdo con los datos presentados en la tabla 7, se observa que Honduras es un país que ha venido presentando resultados fiscales deficitario, situación que es similar a los resultados que obtiene el gobierno en el presente, ya que la cuenta financiera muestra un gasto mayor respecto a los ingresos obtenidas y, por tanto, es necesario buscar recursos frescos de otras fuentes para compensar el déficit (endeudamiento).

Si hay déficit fiscal se generan presiones negativas, por lo que esto se puede traducir en una necesidad de divisas extranjeras mayor de la que recibimos a través de la venta de bienes y servicios al extranjero (exportaciones), al mismo tiempo, de no contar con las previsiones de recursos necesarios se da salida de una cantidad mayor de moneda extranjera para el pago de la deuda contraída al vencimiento de la misma (Disminución de Reservas Internacionales), lo que repercute en la actividad económica ya que una cantidad menor de reservas no le permiten al país la capacidad de pago para cubrir la totalidad de importaciones necesarias.

Si hacemos una relación entre emisión de bonos y déficit fiscal encontramos que; en primera instancia la emisión de bonos se originan para cubrir el déficit fiscal, que a su vez es generado por el incremento en gasto corriente.

Si tomamos en cuenta que el gobierno utilizó la totalidad de los recursos de la colocación de bonos para cubrir gasto corriente, esto se traduce en un círculo vicioso, ya que por un lado el país se endeuda más, pero paralelo a ello los recursos no se destinan para apalancar proyectos de

inversión real, mismos que permitan al país mayor crecimiento económico que sustente las emisiones de deuda soberana; por el contrario, la utilización de los recursos obtenidos de deuda soberana para gastos recurrentes no es el mejor destino de los fondos y se crea automáticamente una presión negativa sobre las recaudaciones tributarias, lo que limita al Estado para invertir en proyectos sociales y de desarrollo económico.

El déficit lleva a un exceso de demanda de divisas extranjeras, lo que a su vez lleva a una disminución de los tipos de cambio entre la divisa del país y otras divisas extranjeras hasta que el precio de los bienes y servicios del país sean lo suficientemente baratos para que vuelva a haber un interés en su compra por parte de otros países, lo que se traduce en reducción de la actividad económica.

6.4 COMO EFICIENTAR LAS RECAUDACIONES TRIBUTARIAS PARA MEJORAR LOS DESEQUILIBRIOS FISCALES

Si bien es cierto que la emisión de bonos soberanos y su respectiva colocación en el mercado internacional representa para el Estado una alternativa de financiamiento para acceder a recursos disponibles en los mercados financieros, también es una realidad que esta medida tiene repercusiones negativas en el largo plazo y genera un alto costo financiero, además de las implicaciones colaterales que se derivan de ello como, la falta de inversión pública, la disminución de reservas internacionales, entre otras.

Es conveniente que el Estado realice mejoras sustanciales en el área tributaria, considerando la realidad de la globalización; Honduras necesita de una normativa moderna y procesos tecnificados de recaudación, que permitan una transparencia fiscal, una precisión en las normas tributarias, mejoramiento en las recaudaciones y una brecha de recursos corrientes

que puedan cubrir la totalidad del gasto corriente. En tal sentido, el Gobierno a través de leyes especiales y claras, debe promover y proteger las inversiones para reactivar la economía, eficiente las recaudaciones de ingresos y mejorar los procesos de control en el gasto público.

Es de suma importancia perfeccionar y modernizar la administración tributaria de acuerdo a principios de equidad tributaria, con apego a la competencia equitativa y fomento a la transparencia fiscal internacional y nacional. Igualmente, como se mencionó anteriormente, es indispensable actualizar el marco legal para fortalecer y clarificar las normas y procedimientos que evitan la evasión y omisión tributaria.

Con el fin de mantener reglas claras y asegurar el pago de impuestos, se debe facilitar al contribuyente sus pagos y afianzar un ambiente seguro a los inversionistas, buscar los mecanismos necesarios para asegurar la eficiencia en la recaudación tributaria y regulación de operaciones comerciales y financieras que se realizan entre partes relacionadas o vinculadas para que sean valoradas de acuerdo a la plena competencia; facilitando a la administración tributaria el control y fiscalización de las transacciones entre empresas relacionadas.

El perfeccionamiento del marco legal tributario y la acción de la administración tributaria deben permitir recuperar la presión tributaria, que en años recientes se ha deteriorado y cuyos recursos han sido utilizados en parte para financiar el servicio de la deuda pública que cada vez más muestra niveles de insostenibilidad.

6.5 PRESUPUESTO

Tabla 8. Presupuesto de Presentación de la Propuesta

ACTIVIDADES	CANTIDAD	PRESUPUESTO
Presentación del Estudio detallado a las Instituciones del Sector Público Descentralizado		12,350.00
Impresión de Trifolios	200	1,000.00
Copia del Estudio detallado	200	200.00
Folders	200	1,000.00
Entrega de cuadernillo de apuntes	200	5,000.00
Lapices	200	2,400.00
Cofee Break	1	8,750.00
Presentación del Estudio detallado a la Administración Pública Central		21,100.00
Impresión de Trifolios	200	1,000.00
Copia del Estudio detallado	200	200.00
Folders	200	1,000.00
Entrega de cuadernillo de apuntes	200	5,000.00
Lapices	200	2,400.00
Cofee Break	1	12,500.00
TOTAL PRESUPUESTO		33,450.00

6.6 CRONOGRAMA DE EJECUCIÓN

Tabla 9. Cronograma de Ejecución de la Propuesta

ACTIVIDADES	TIEMPO (DÍAS)	SEMANA 1					SEMANA 2				RECURSOS	RESPONSABLES
		LUNES	MARTES	MIERCOLES	JUEVES	VIERNES	LUNES	MARTES	MIERCOLES	JUEVES		
Presentación del Estudio detallado a las Instituciones del Sector Público Descentralizado												
Presentación del Estudio detallado a las Empresas Públicas	1	■									HUMANOS-MATERIALES	Lorenzo Coto
Presentación del Estudio detallado a Institutos Públicos	1		■								HUMANOS-MATERIALES	Lorenzo Coto
Presentación del Estudio detallado a Universidades	1			■							HUMANOS-MATERIALES	Lorenzo Coto
Presentación del Estudio detallado a Instituciones Públicas Financieras	1				■						HUMANOS-MATERIALES	Lorenzo Coto
Presentación del Estudio detallado a Institutos de Previsión	1					■					HUMANOS-MATERIALES	Lorenzo Coto
Presentación del Estudio detallado a la Administración Pública Central											HUMANOS-MATERIALES	
Presentación del Estudio detallado a Secretarías de Estado	2						■	■			HUMANOS-MATERIALES	Anner Mendoza
Presentación del Estudio detallado a Poderes del Estado	1								■		HUMANOS-MATERIALES	Anner Mendoza
Presentación del Estudio detallado a Instituciones Desconcentradas	1									■	HUMANOS-MATERIALES	Anner Mendoza

VERIFICACIÓN DE LA CONCORDANCIA DEL DOCUMENTO CON EL PLAN DE ACCIÓN

Tabla 10. Verificación de la Concordancia del documento con el Plan de Acción

Titulo	Objetivo		Conclusiones	Recomendaciones	Plan de Acción
	General	Específico			
Déficit Fiscal	Facilitar la información necesaria a través de un estudio detallado de la influencia que ejerce la emisión y colocación de bonos soberanos en las finanzas públicas, para dar a conocer los beneficios y riesgos que se derivan de la emisión de bonos del Estado de Honduras y su colocación en el mercado internacional.	Identificar los beneficios y riesgos de la emisión de Bonos Soberanos.	El principal beneficio de la emisión de bonos soberanos del Estado de Honduras y su colocación en el mercado internacional, fue la obtención de recursos a través de disponibilidades de liquidez en los mercados internacionales, para cubrir la brecha fiscal generada por el desfase en las recaudaciones tributarias en años anteriores al 2013 y adema para cumplir con los compromisos de pago del Estado en bienes y servicios prestados.	Administrar eficientemente los recursos derivados de la emisión y colocación de Bonos Soberanos en el Mercado Internacional, destinando los recursos en su totalidad para apalancar proyectos de inversión real y evitar orientar los recursos para cubrir gasto corriente.	Llevar a cabo como propuesta en base al objetivo específico con el propósito de realizar un estudio detallado para analizar la influencia que ejerce en las finanzas publicas la emisión y colocación de bonos soberanos en el mercado internacional.
Política de Endeudamiento			Los riesgos asumidos por el Gobierno de Honduras en la emisión de bonos soberanos y su colocación en el mercado internacional, se resumen en el alto costo financiero que representa para el País, por las condiciones de las altas tasas de interés en que fueron colocados; no obstante, los riesgos se pueden medir más del lado de los inversionistas		
Deuda Flotante		Analizar el comportamiento de la emisión de Bonos Soberanos.	De acuerdo al análisis de los resultados y la recopilación de la información los beneficios de la emisión de bonos soberanos del Estado de Honduras y su colocación en el mercado internacional, no compensan los riesgos asumidos por el Estado si la iniciativa se vuelve recurrente y, mucho menos si los recursos obtenidos del financiamiento se destinan para cubrir gastos corrientes que son el principal factor por el cual se producen desequilibrios fiscales altos, ya que a largo plazo se pone en riesgo la capacidad de pago del País al vencimiento de la deuda soberana.	Evitar como medida recurrente de financiación de gastos corrientes, salir a emitir bonos soberanos al mercado internacional, previo al análisis del comité técnico que demuestren la capacidad de pago del País a una tasa favorable.	
Condiciones de Mercado			Desde la primera iniciativa de emisión y colocación de bonos soberanos en el 2012, a la fecha se han realizado dos emisiones de bonos soberanos: en la primera por un monto de \$ 750.0 Millones de los cuales se adjudicó un monto de \$ 500.0 Millones a una tasa de 8.75% con un plazo de 10 años y la segunda emisión se realizó en el mismo año por un monto \$500.0 Millones a una tasa de 7.50% a un plazo de 7 años.	Invertir las disponibilidades liquidadas del fideicomiso en instrumentos financieros que ofrezcan las mejores condiciones de seguridad, rentabilidad y liquidez, conforme a las recomendaciones del comité técnico.	
Opciones de Financiamiento		Determinar las principales causas que originan la emisión de Bonos Soberanos.	Las principales causas que originan la emisión de bonos soberanos son: la falta de opciones de financiamiento con Organismos Internacionales ante el crecimiento desmedido del déficit fiscal en el 2013 por el desfase de las recaudaciones tributarias, la pesada deuda flotante contraída con proveedores y por la prestación de servicios generados por el crecimiento del gasto corriente y la falta de opciones de financiamiento interno.	Realizar las previsiones necesarias para que al vencimiento de los bonos se pueda contar con la disponibilidad de recursos para hacerle frente a esta deuda ya que la misma debe de honrarse mediante un solo desembolso.	
			La deuda soberana emitida, se utilizó en su totalidad para cubrir gasto corriente y déficit fiscales, por lo cual no se descarta que puede presentarse como una opción recurrente de financiamiento, así mismo reduciría espacios para inversión pública.		
Calificación Crediticia.	Proponer un estudio detallado sobre la influencia que ejerce en las finanzas públicas la emisión y colocación de bonos soberanos.	La calificación de riesgo se mantienen desde 2013 para Honduras en B3, lo que ha cambiado ha sido la perspectiva la cual ha venido mejorando en los últimos 2 años, lo que significa que las agencias calificadoras visualizan que cuando se realice una nueva evaluación, la situación macro económica, fiscal y todos los indicadores de política fiscal, monetaria y económica ya habrán presentado una mejoría, lo que favorecería para nuevas emisiones de bonos soberanos.	Socializar la medida de emisión de bonos soberanos y su colocación en el mercado internacional, informado adecuadamente, cubriendo la deficiencia en la transparencia y en los canales oficiales de comunicación entre el gobierno y la población en general.		

REFERENCIA BIBLIOGRAFICA

Arcilla, C. (2013). Algunas Consideraciones generales sobre los bonos.

Banco central De Honduras. (2008). Glosario De Términos. Recuperado del sitio Web:
http://www.bch.hn/glosario_de_términos_snp.php

Banco de España (2011) Mercado de deuda pública. Recuperado del sitio Web:
<http://www.bde.es/webbde/es/mercadeuda/mercadeuda.html>

Banco Mundial (2013). Honduras Análisis del Gasto Público: Hacia el restablecimiento de la Consolidación Fiscal 2013.

Bank of International Settlements (2011) Statistics on payment, clearing and settlement systems in the CPSS countries. September 2011.

Berk, Jonathan, & Demarzo, Peter. (s. f.). *Finanzas Corporativas* (1 ed.). México: Pearson Educación, 2008.

Bloomberg (2011) 2012 Economic Forecast.

Carrillo, Mario M. (s. f.). *Economía Enfoque América Latina* (4.^a ed.). México, D. F: Mc-Graw Hill, 1997.

Economía, P., C.A. de, & P.D. (UNAH). (1988). *Deuda Externa y Crisis En America Latina* (1.^a ed.). Teguciglapa, Honduras: Guaymuras.

El mundo (2011) Grecia: De la crisis de deuda a un Gobierno de coalición. Recuperado de:
<http://www.elmundo.es/elmundo/2011/11/06/internacional/1320612023.html>

Eurostat (2011) Real GDP growth rate. Recuperado del sitio Web:
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>

Fondo Monetario Internacional (2011). Informe Anual: buscando un crecimiento equilibrado. Washington Recuperado del sitio Web: <http://www.imf.org/external/index.htm>

ICEFI. (2011). *La Política Fiscal de Centroamérica en Tiempos de Crisis* (1.^a ed.). Guatemala.

Jaramillo, C., & Ortiz, N. (2013). RIESGO POLÍTICO Y RENDIMIENTO DE LOS BONOS SOBERANOS. (Portuguese). *Debates IESA*, 18(1), 52-54.

Jaramillo, C., Ortiz, N., & Asencio, L. (2013). LOS BONOS LATINOAMERICANOS. (Spanish). *Latin American bonds. (English)*, 18(2), 57-63.

Jaramillo Z., C. (2011). Bonos basura: Los grandes desconocidos. (Spanish). *Debates IESA*, 16(4), 64-67.

Kozikowski, Z. (2007). *Finanzas Internacionales* (2.^a ed.). Mexico: Distrito Federal: McGraw-Hill Interamericana.

Ley Orgánica del Presupuesto y Su Reglamento: Decreto 83-2004. (2005). Honduras, R. de

María Fernanda Cisneros. (2015, enero 5). Mediano plazo lideró en la emisión de bonos en la Bolsa en 2014; Expectativa del alza en las tasas de interés y déficit fiscal motivaron esta tendencia, que prevalecería durante este 2015. *El Financiero (San Jose, Costa Rica)*.

Martínez-Abascal, E., & Fernandez, P. (s. f.). *Mercado de Capitales: Vol.33* (1 ed.).

Millares, J. L., & Daza, J. (s. f.). Crisis de Confianza en los Mercados de Deuda.

Paolantonio, M. E. (2002). *Operaciones Financieras Internacionales* (1.^a ed.). Bueno Aires, Argentina: Rubinzal Culzoni.

¿Quiénes se Benefician del Gasto Público Social en Honduras? (s. f.). *¿Quiénes se Benefician del Gasto Público Social en Honduras?* (Tegucigalpa, Honduras: UNAT, 2005.).

Secretaría de Finanzas. (2013). Memoria Anual 2013. Recuperado del sitio Web: <http://www.sefin.gob.hn/?cat=88>

Secretaría de Finanzas. (2012). Memoria Anual 2012. Recuperado del sitio Web: <http://www.sefin.gob.hn/?p=35912>

Zalduendo, E. A. (1988). La Deuda Externa. Buenos Aires, Argentina.: Ediciones Depalma

ANEXOS

Anexo 1: Encuesta Aplicada e Empleados de la Secretaría de Finanzas

ENCUESTA

Somos estudiantes de la Universidad Tecnológica Centroamericana (Unitec), y estamos realizando una investigación de Tesis de Maestría previa a la investidura del título de Maestría en Dirección Empresarial con Orientación en Finanzas; hemos enfocado nuestro estudio en relación a la “Emisión Bonos Soberanos del Estado de Honduras y su Colocación en el Mercado Internacional”, por lo solicitamos su valiosa colaboración en responder a una serie de interrogantes que se presentan en la siguiente encuesta, la cual tiene el propósito de evaluar el grado de conocimiento que usted posee respecto al tema antes mencionado.

Le reiteramos que las respuestas serán utilizadas para asuntos meramente académicos y serán manejados con estricta confidencialidad, por lo cual le pedimos que sus respuestas sean brindadas con la mayor sinceridad posible.

Población/Muestra: Empleados de la Secretaría de Finanzas

Agradecemos de antemano su valioso tiempo y colaboración.

Instrucciones: Marque con una X

Género: Masculino____ Femenino____

Edad: 20 a 30 años____ 31 a 40 años____ 41 años o mas____

Nivel Educativo: Secundario____ Universitario____ Postgrado____

Los siguientes enunciados representan las cuatro opciones de respuestas, las que identificaremos a continuación:

1. En Desacuerdo
2. Indeciso
3. De acuerdo
4. No Sabe/Desconoce

No.	PREGUNTAS	En Desacuerdo	Indeciso	De Acuerdo	No Sabe
1	¿Esta usted de acuerdo con que el Gobierno de Honduras emita Bonos Soberanos y los coloque en el mercado Internacional?				
2	¿Considera que la emisión y colocación de Bonos Soberanos por parte del Gobierno de Honduras es una buena estrategia para obtener recursos financieros?				
3	¿Cree usted que los fondos obtenidos producto de la colocación de los Bonos Soberanos beneficia a la población hondureña?				
4	¿Considera que la emisión de Bonos Soberanos y la colocación en el mercado internacional provoca un riesgo económico para el país?				
5	¿Considera usted que es una buena decisión que el manejo de los fondos obtenidos de los Bonos Soberanos sean administrados mediante un fideicomiso?				
6	¿Cree usted que el Estado tendrá en el mediano y largo plazo la capacidad financiera para honrar la deuda contraída con la colocación de los Bonos Soberanos?				
7	¿Cree usted que la medida de emisión de Bonos Soberanos es una alternativa de alivio a los problemas financieros en el corto plazo?				
8	¿Considera usted que la colocación de Bonos Soberanos es una oportunidad para el Gobierno de acceder a recursos financieros en condiciones favorables?				
9	¿Considera que la emisión y colocación de Bonos Soberanos tendrá repercusiones negativas en el largo plazo para las finanzas públicas?				
10	¿Cree usted que el Gobierno de Honduras ha informado adecuadamente a la población sobre la emisión y colocación de Bonos Soberanos en el mercado internacional?				

Comentarios: _____

Anexo 2: Entrevista aplicada a Expertos de la Secretaría de Finanzas

INTRODUCCIÓN

BUEN DIA

Somos estudiantes de la Universidad Tecnológica Centroamericana (Unitec), y estamos realizando una investigación de Tesis de Maestría previa investidura del título de Maestría en Dirección Empresarial con Orientación en Finanzas; hemos enfocado nuestro estudio en relación a la Emisión de Bonos Soberanos y su Colocación en el Mercado Internacional, por lo cual apelamos a su valiosa colaboración en responder a una serie de preguntas que se plasman en un cuestionario que a continuación se presenta. Le reiteramos que las respuestas serán utilizadas para asuntos meramente académicos y serán manejados en estricta confidencialidad, por lo cual le pedimos que sus respuestas sean brindadas con la mayor sinceridad posible.

¡Gracias de Antemano por su tiempo y colaboración!

PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN

- ❖ Para el Gobierno ¿Cuál fue el principal objetivo de utilizar la medida de emisión de bonos soberanos?
- ❖ ¿En su opinión cuales serían los beneficios para el país de emitir y colocar bonos soberanos en el mercado internacional?
- ❖ En caso de existir ¿Cuál considera de mayor importancia para el país?
- ❖ En base a su experiencia ¿Qué riesgos asume el país en la emisión y colocación de bonos soberanos en el mercado internacional?
- ❖ ¿En su opinión cual es el riesgo de mayor impacto para el país y porque?
- ❖ ¿Cómo se gestionan los riesgos asumidos?

- ❖ En su opinión ¿Considera que los beneficios de utilizar la medida de emisión y colocación de bonos compensa los riesgos asumidos?
- ❖ A la fecha ¿Cuántas Emisiones de bonos soberanos ha realizado el país?
- ❖ ¿Cuáles son los montos aprobados en cada una emisión de bonos soberanos?
- ❖ ¿A qué tasa de interés y a que plazos se han colocado los bonos soberanos?
- ❖ En base a su experiencia ¿Cuáles fueron las causas que originaron la emisión de bonos soberanos para ser colocados en el mercado internacional?
- ❖ De los recursos captados mediante esta iniciativa ¿se cuenta con disponibilidad financiera o los mismo ya ha sido utilizados en su totalidad?
- ❖ ¿Cuál ha sido el destino y uso de los fondos obtenidos producto de las colocaciones de bonos?
- ❖ ¿Quiénes han sido los mayores inversionistas de los bonos soberanos del Estado de Honduras?
- ❖ Actualmente. ¿Se está considerando nuevas emisiones de bonos soberanos para ser colocados en el mercado internacional?
- ❖ En base a la respuesta anterior ¿bajo qué condiciones se pretenden colocar los bonos soberanos?
- ❖ En base a la reciente calificación crediticia por parte de las agencias calificadoras de riesgo ¿Considera que favorece al País para la emisión de nuevos títulos de deuda soberana? ¿Por qué?

