POLITICAS ECONOMICAS Y PRODUCTIVIDAD

REPORT NO.: HO-TA-01-06

FLUJOS DE CAPITALES Y ALTERNATIVAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL DE HONDURAS

Número de Contrato: 522-C-00-00-00203-00
Sometido a: Agencia de Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (USAID/Honduras)
Preparado por: Juan Carlos Protasi

Tegucigalpa, marzo de 2001

El Proyecto PEP es una iniciativa de la Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (USAID), ejecutado por la empresa Chemonics International Inc. con la participación de Management Systems International, Inc. (MSI), J.E. Austin and Associates (JAA), International Management and Communications Corporation (IMCC) y la Fundación para la Inversión y el Desarrollo de las Exportaciones (FIDE).

Proyecto:	Honduras Policy Enhancement and Productivity Project (PEP)
No. del Contracto:	522-C-00-00-00203-00
No. del Proyecto:	522-0395 (PROPEP)
Nombre del Informe:	**"**FLUJOS DE CAPITALES Y ALTERNATIVAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL DE HONDURAS"
Dirección:	Proyecto PEP, Chemonics International Inc., Edificio PALIC, Tercer Piso, Avenida República de Chile, Colonia Palmira, Tegucigalpa, Honduras PBX: (504)-239-3439, 220-5562 Fax: 504-239-4188

TABLA DE CONTENIDO

Antecedentes i

SECCIÓN I: LOS FLUJOS DE CAPITAL EN HONDURAS 1

A. Evolución reciente y composición de los flujos externos 1

SECCIÓN II: DETERMINANTES DE LOS FLUJOS DE CAPITAL 6

A. Mayor grado de confianza 6
B. El aumento de la demanda de dinero 7
C. El premio de la Tasa de Interés 9
D. Dolarización de los depósitos 11
E. Disminución del riesgo país y aumento de spreads 13
F. Posibles efectos de la dolarización de la economía salvadoreña 14

SECCIÓN III: IMPACTO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL 16

A. Precios de los activos y tasas de interés 17
B. Impacto en los agregados monetarios 18

SECCIÓN IV: ALTERNATIVAS DE POLÍTICA E INSTRUMENTOS 21

A. Las opciones disponibles 21
A.1 Mantener un sistema cambiario flexible y permitir que el tipo de cambio se aprecie 21
A.2 Establecer una meta monetaria 21
A.3 Mantener fijo el tipo de cambio, monetizar los flujos y aplicar una fuerte restricción fiscal 22
A.4 Poner algún tipo de impuesto sobre los flujos de capital 22

SECCIÓN V: LA POLÍTICA DE ESTERILIZACIÓN DEL BCH 23

A. Los efectos de la esterilización 24
A.1 Impacto sobre las tasas de interés 24
A.2 Impacto sobre la oferta monetaria y la inflación 27
A.3 Impacto fiscal 29

SECCIÓN VI: POSIBILIDAD DE ESTERILIZAR CON UN INSTRUMENTO EN MONEDA EXTRANJERA 30

A. Ventajas de introducir un instrumento del Gobierno en Moneda Extranjera 30
B. Argumentos en contra 31
C. Consideraciones para su puesta en funcionamiento 32

SECCIÓN VII: CONCLUSIONES 33

ANTECEDENTES

El siguiente documento se propone analizar los principales factores que determinan los flujos de capitales en Honduras, el cual puede ser un punto de partida para un análisis de la política monetaria y del sector financiero y que pueda constituirse al mismo tiempo en una guía de referencia para las actividades del Proyecto PEP en el sector financiero durante el corriente año.

Basándose en la información disponible del Banco Central de Honduras (BCH), se examinarán los flujos de capital durante los últimos años y los diversos tópicos relacionados, incluyendo el riesgo país, los diferenciales de tasas de interés y los posibles movimientos hacia una dolarización.

Un aspecto particularmente importante en el análisis de los flujos de capitales es la relación de Honduras con los países vecinos, particularmente con El Salvador y su reciente conversión al dólar como moneda de cambio. La dolarización del sistema salvadoreño generó preocupación de que los ciudadanos hondureños puedan comenzar a depositar sus ahorros en el sistema bancario salvadoreño, en virtud de un menor riesgo cambiario. Para evitar la fuga de capital, Honduras deberá considerar la posibilidad de implementar políticas e instrumentos para atraer y retener capital, y las tasas de interés en Honduras deberían reflejar esta nueva situación. En este contexto, es muy probable que Honduras pueda comenzar a evaluar la posibilidad de dolarizar su economía.

Por otro lado, la desaceleración de la economía norteamericana puede tener, asimismo, un efecto negativo en las economías centroamericanas, por lo que Honduras debería evaluar la posibilidad de incorporar nuevos instrumentos de política que puedan contrarrestar estos efectos en el contexto de nuevas reducción de las tasas de interés en aquel país.

El estudio de los flujos de capital involucra potencialmente una serie de problemas de políticas macroeconómicas que serán evaluadas en el curso del corriente año.

En la Sección 1 se analiza la reciente evolución de los flujos de capital, su composición y sus determinantes en el contexto de un estrechamiento de los lazos con un sistema financiero globalizado. En la Sección 2 se discuten las determinantes de los flujos de capital en Honduras y los posibles efectos de la dolarización de la economía salvadoreña en los flujos de capital del sector privado a través del sistema financiero. En la Sección 3 se evalúa el impacto de los flujos de capital en la política monetaria, en las tasas de interés y en la asignación de crédito por parte del sistema bancario. En la Sección 4 se analizan las alternativas de políticas monetarias para enfrentar y manejar los flujos de capitales. En la sección 5 se evalúa la política de esterilización del Banco Central de Honduras. En la Sección 6 se evalúa la conveniencia de introducir un instrumento de esterilización en moneda extranjera para atenuar el impacto de los ingresos y las eventuales fugas de capital.

SECCIÓN I: LOS FLUJOS DE CAPITAL EN HONDURAS

A. Evolución reciente y composición de los flujos externos

Durante los últimos años, Honduras mejoró sostenidamente su comportamiento económico. Entre 1988 y 1994, la economía creció a un ritmo promedio del 3 % anual, en tanto que entre 1995 y 1997 la economía se expandió a un promedio del 4,2 %, excediendo el crecimiento promedio de América Latina en estos años. En dichos años, el gobierno cumplió en exceso con las exigencias del programa económico monitoreado por el FMI. Se redujo el déficit fiscal y la inflación y el déficit externo se hizo muy manejable. En 1998, el gobierno aprobó un programa de reformas y de estabilización que no pudo ser puesto en práctica, debido al desastre provocado por el huracán Mitch. A comienzos de 1999, el gobierno concretó un Acuerdo de Servicio Reforzado de ajuste estructural para apoyar el programa del gobierno en el período 1999-2001. A fines del mismo año, tanto el Directorio del FMI como del Banco Mundial aprobaron la elegibilidad de Honduras dentro de la Iniciativa de Países Pobres Altamente Endeudados (HIPC) lo que podrá representar un alivio importante del servicio de su abultada deuda externa.

En el contexto descrito, Honduras recibió importantes flujos de capitales y remesas de hondureños en el exterior durante los últimos años. El total de ingresos netos, a través de la Cuenta Capital, Transferencias y Errores y Omisiones de la balanza de pagos, fue de US$ 645 millones en 1996. En 1997, este flujo se incrementó hasta US$ 790 millones, reduciéndose a US$ 761 millones en 1998. En 1999, se duplicó el flujo alcanzado en 1996 hasta alcanzar los US$1375 millones. Este fuerte aumento en los flujos de capitales y remesas se puede explicar en buena medida por las ayudas y los préstamos del exterior recibidos, luego del desastre que ocasionara el huracán Mitch, la solidaridad de los hondureños en el exterior y las inversiones de largo plazo del sector privado.

Las cifras de la Balanza de Pagos de los últimos años se muestran en el cuadro 1 siguiente.

Cuadro 1
Balanza de Pagos

	1996	1997	1998	1999
1. Bal.Bienes y Servicios	-470,6	-494,5	-530,7	-900,8
2. Transferencias	276,7	312,0	487,5	726,5
3. Capital Largo Plazo	84,9	115,5	179,5	440,8
4. Capital Corto Plazo	142,3	109,5	11,6	-19,0
5. Errores y Omisiones	69,4	144,7	-6,6	51,5
SUB-TOTAL (2+3+4+5)	*644,9*	*789,6*	*760,7*	*1375,4*
BALANCE GLOBAL	102,7	187,2	141,3	299,0
6. Financ.excepcional	71,6	107,9	88,7	175,6
7. Cambio en Res Int'l	-174,3	-295,1	-230,0	-474,6

El financiamiento externo que recibió la economía hondureña, expresado en términos del PBI, alcanzó niveles poco usuales para las economías en desarrollo. En particular, en lo que concierne a los flujos privados de capitales, superaron largamente a aquéllos recibidos por las economías emergentes del Hemisferio Occidental en el mismo período. Se puede ver que los flujos de

capital alcanzaron el 9,8 % del PBI en 1996, luego descendieron al 6 % en 1997 y al 5,3 % en 1998, volviendo a elevarse al 6,8 % en 1999. Estos flujos estuvieron destinados principalmente a inversiones en infraestructura física, construcción de viviendas, hoteles e inversiones para recomponer el *stock* de capital en algunos sectores, como el bananero, que se perdió con el huracán Mitch.

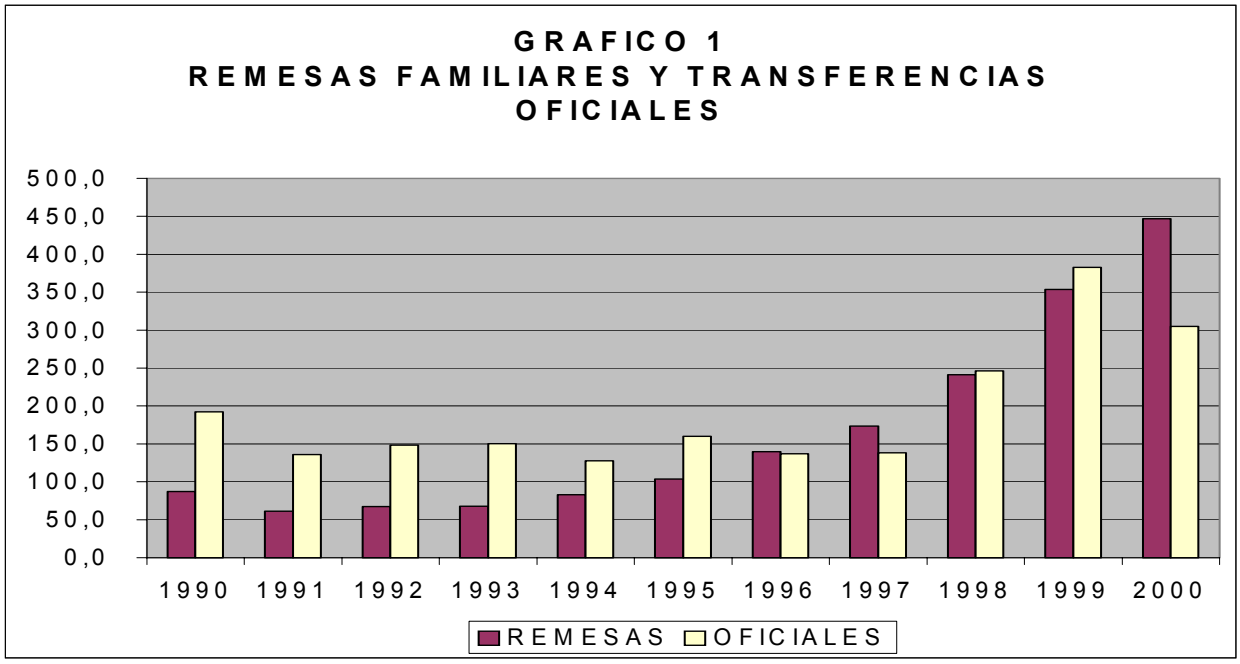
Cuando se agregan las remesas de familiares a los flujos de capitales privados, la disponibilidad de recursos externos para el financiamiento de la economía hondureña fue aún mayor, lo que, en buena medida, ayuda a explicar la rapidez con que la actividad económica volvió a crecer en el año 2000, una vez superada parcialmente la crisis derivada del huracán.

Cuadro 2
Financiamiento Externo

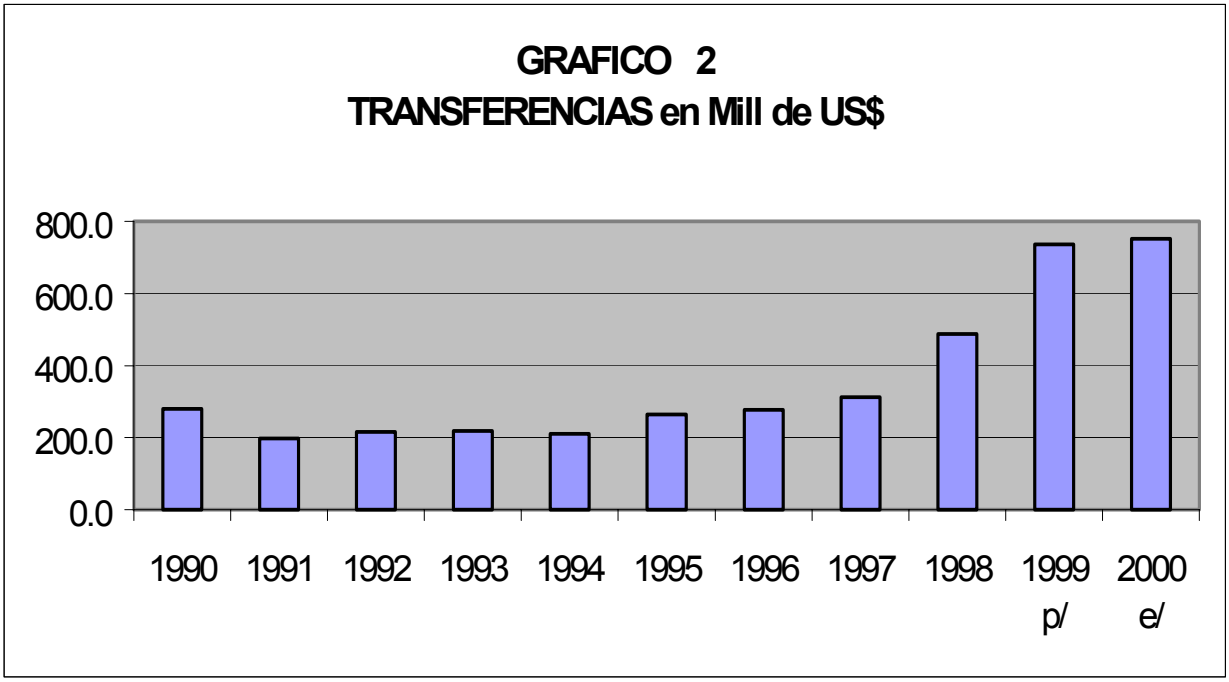
	1996	1997	1998	1999
En porcentaje del PBI				
Transferencias	6,8	6,7	9,2	13,5
Capital Largo Plazo	2,1	2,5	3,4	8,2
Capital Corto Plazo	3,5	2,3	0,2	-0,4
Errores y Omisiones	1,7	3,1	-0,1	1,0
Financ.excepcional	1,8	2,3	1,7	3,3
TOTAL	15,9	16,8	14,4	25,5
Memorandum				
Flujos de Cap.Privados	9,8	6,0	5,3	6,8
Flujos de Cap.Privado más Remesas	14,1	11,1	12,0	15,1
Flujos de Cap. Privados (*)	4,0	4,3	3,5	2,9
Ec. Emergentes Hem.Occ				
(*) Int'l Capital Markets IMF Sept.2000				

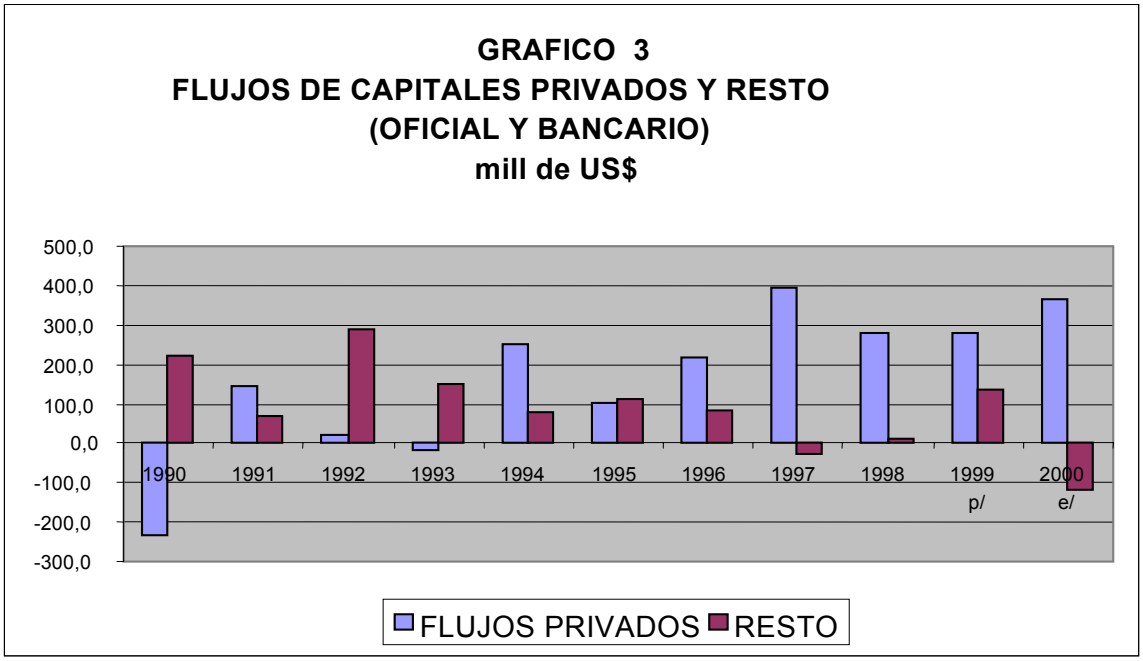
Se pueden destacar algunos hechos interesantes respecto a la evolución experimentada por los flujos de capitales y remesas del exterior.

El rubro de Transferencias, que está compuesto básicamente de las remesas de familiares y ayudas externas, registró un crecimiento impresionante en los últimos años. Como se puede ver en el gráfico 1, esto se debió al fuerte y sostenido aumento de las remesas de familiares y más recientemente a las ayudas recibidas como consecuencia del huracán Mitch.

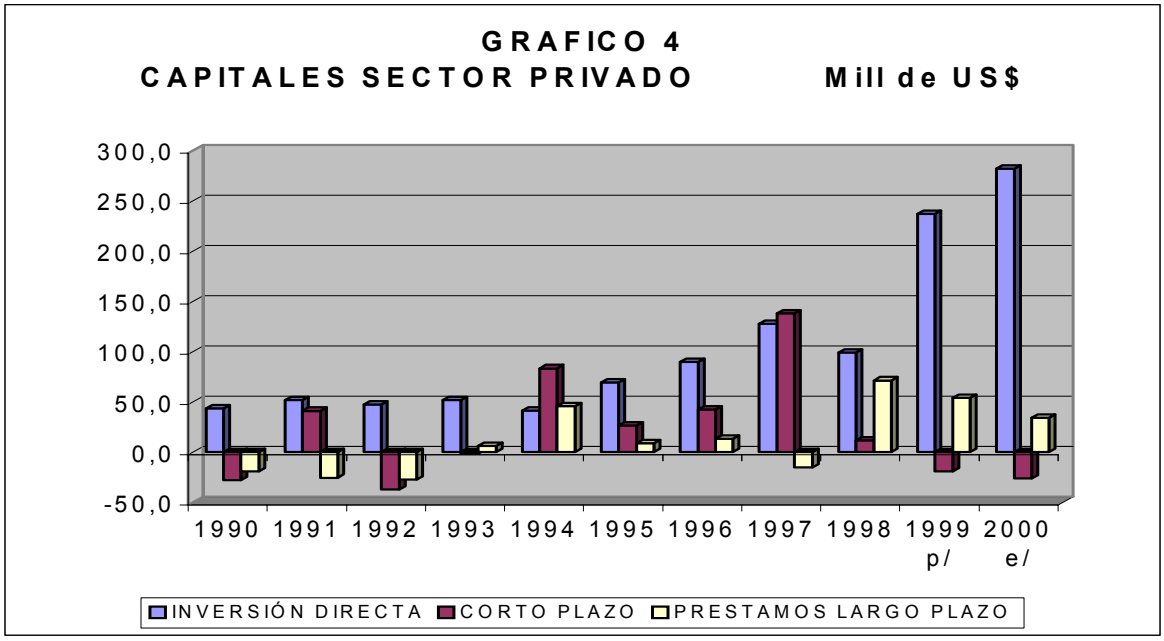


En lo concerniente a la **cuenta capital,** se puede observar en el siguiente gráfico un comportamiento muy dinámico de los capitales privados y un papel menos importante de los préstamos oficiales y del sector bancario en los últimos años.





A su vez se puede apreciar dentro de los **flujos privados** una significativa reestructuración en cuanto al plazo y destino de los recursos. Se puede ver en el siguiente gráfico, que, mientras entre 1994 y 1997 los capitales privados eran predominantemente de corto plazo e inversión directa, a partir de 1998, estos flujos se concentraron en inversión directa y en préstamos de largo plazo. Sin embargo, estos últimos mostraron una tendencia decreciente en los últimos dos años.



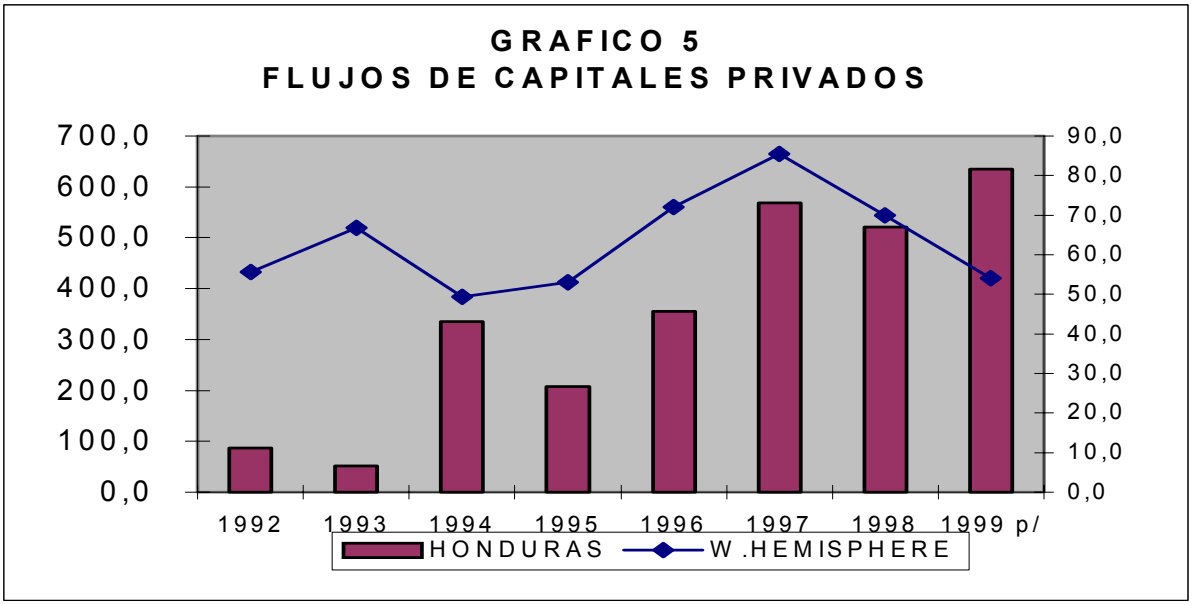
En síntesis, los flujos de financiamiento de origen externo que recibió el país a partir de 1995 fueron de una enorme incidencia en la actividad económica. Estos recursos tuvieron su origen

predominantemente en remesas de familiares y capitales de origen privado, transferencias oficiales de países amigos y financiamiento excepcional. En el cuadro 3, se resume el papel que realizó el sector privado en la afluencia de capitales a Honduras. En el mismo cuadro, puede verse que en los dos últimos años, las remesas de familiares superaron a los flujos de capital.

La creciente afluencia de los flujos de capitales privados en Honduras *no fue muy diferente a lo que aconteció en los mercados emergentes*. En el cuadro 3 y el gráfico 5, se muestran la evolución del flujo de capitales privados (más las remesas de familiares) en Honduras y los flujos de capitales privados al Hemisferio Occidental[1]. Se puede ver que, dejando de lado las diferencias de escala, las evoluciones son similares hasta 1998. En 1999, el flujo de capitales a los mercados emergentes se redujo a raíz de la crisis financiera iniciada en 1997, sin embargo, en el caso de Honduras, el flujo siguió aumentando sobre todo por las remesas familiares y la inversión directa de largo plazo.

Cuadro 3
Flujos de capitales privados y remesas

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
LARGO PLAZO´	55,8	86,1	75,9	103,3	112,6	170,4	291,2	316,3
CORTO PLAZO	-1,3	83,5	26,7	42,7	138,0	11,6	(19,0)	(26,1)
ERRORES Y OMISIONES	-71,3	82,1	1,6	69,4	144,7	98,0	8,2	74,9
SUBTOTAL CAPITAL PRIVADO	-16,8	251,7	104,2	215,4	395,3	280,0	280,4	365,1
REMESAS FAMILIARES	68,0	83,0	103,9	139,9	173,5	241,1	354,0	446,9
TOTAL FLUJOS PRIVADOS mill US$	51,2	334,7	208,1	355,3	568,8	521,1	634,4	812,0
WESTERN HEMISPHERE bn, US$	66,8	49,4	53,1	72,1	85,5	70,0	54,1	



[1] IMF "International Capital Markets" September 2000

SECCIÓN II: DETERMINANTES DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

Los determinantes de los flujos de capital en Honduras no pueden ser muy diferentes de lo que ocurre en cualquier otra economía, excepto en lo que se refiere a las remesas de familiares recibidas del exterior. En el caso de Honduras, la solidaridad frente al desastre provocado por el huracán Mitch, sin duda jugó un papel importante en los ingresos de divisas de 1999 y 2000.

Para este informe, las causas de la afluencia de capital pueden agruparse en tres categorías[2]: aumentos autónomos de la demanda de dinero local; elevación de la productividad interna del capital y factores externos como descenso de las tasas de interés internacionales. A las dos primeras suele llamárselas factores de "atracción" y, a la tercera, "factores de presión". El impacto económico de las corrientes de capital y la necesidad de medidas de política para hacerles frente deberán estar indudablemente relacionados con sus causas. Este aspecto se desarrolla en la sección siguiente.

A. Mayor grado de confianza

En líneas generales, el capital es atraído no sólo por expectativas de elevadas tasas de retorno – normalmente sustentadas en un rápido crecimiento económico – sino también por la confianza que despiertan en los inversores las políticas económicas y financieras del gobierno. Los países de mercados emergentes que atrajeron significativos flujos de capital y emprendieron el crecimiento económico, debieron comenzar el proceso de políticas exitosas de estabilización fiscal, es decir, inflación decreciente y déficit del gobierno bajo control. Este ha sido precisamente uno de los pilares de las políticas gubernamentales en Honduras durante los últimos años.

El hecho de haber logrado una estabilización económica, de haber liberalizado el mercado financiero y de haber iniciado un proceso de desregulación y de privatizaciones, le ha permitido a Honduras atraer los importantes flujos de capital a los que se hizo referencia en la sección anterior. Más recientemente, el establecimiento del seguro de depósitos en el sistema bancario contribuyó a robustecer la confianza y a estimular el ingreso de fondos del exterior.

Por último, y no por eso menos importante, el reconocimiento de EE UU de los ciudadanos hondureños no documentados contribuyó a que las remesas de familiares se pudieran canalizar más eficientemente hacia el país.

Algunas de estas condiciones favorables podrían variar en el futuro por las razones siguientes:

1. Si a raíz del proceso preelectoral, el gobierno no pudiera promover las reformas exigidas por la condicionalidad del FMI o no ser sostenible en el mediano plazo el ajuste fiscal requerido para lograr una estabilidad duradera. El Congreso adoptó decisiones en materia de convenios

[2] Ul Haque N, Mathieson D, Sharma S FMI Sept. 1997 " Causas de la afluencia de capital y medidas de política pertinentes"

salariales que implicarán aumentos de salarios y que requerirán el aumento de impuestos futuros, lo que seguramente será muy difícil aprobar en la actual legislatura.
2. Las transferencias oficiales se reducirán significativamente en un breve plazo.
3. Por último, la inversión podría no encontrar condiciones atractivas de rentabilidad si la carga tributaria aumenta y la competitividad de la producción nacional se ve afectada tanto por aumento de los costos laborales como por la sobrevaluación de la moneda y menor crecimiento de la productividad.

No sería de extrañar, en consecuencia, que los flujos de capitales pudieran resentirse en un futuro cercano.

B. El aumento de la demanda de dinero

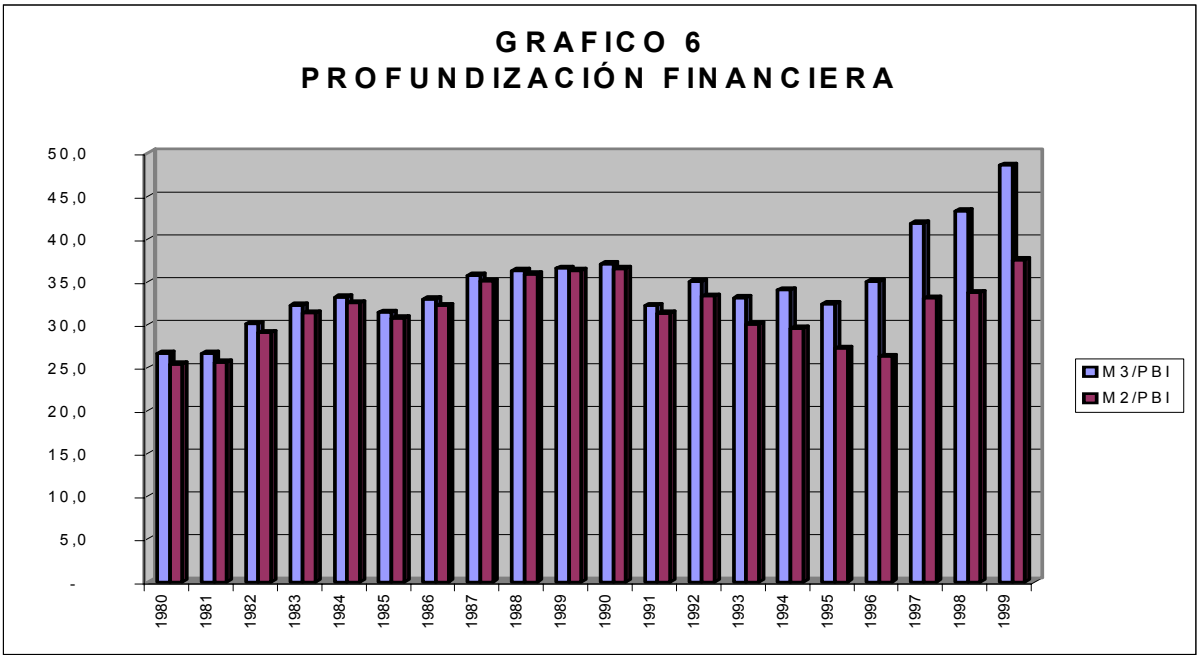
La demanda de dinero del público es un factor decisivo en el comportamiento de los flujos de capital. No es del todo fácil definir de manera general las condiciones que ubican a un observador cualquiera en el enfoque monetario de la balanza de pagos. Suponiendo que hay un tipo de cambio fijo, cuando el total de dinero que los residentes entreguen a los no residentes por compras de bienes y activos, superen al que reciben por iguales conceptos, entonces se producirá un déficit en la balanza de pagos. Esto ocurre porque el público se deshace de sus saldos de caja cuando sus disponibilidades líquidas exceden del nivel que desean conservar en conjunto. Si la economía fuera cerrada, es decir, si no existiera intercambio de bienes y activos con el exterior, los excesos de dinero sobre lo que el público desea conservar, se volcarían a la compra de bienes y activos internos, reflejándose en aumentos de precios tanto de bienes como de activos. Cuando la economía es abierta o parcialmente abierta, ese flujo corrector entre la oferta y la demanda de dinero se produce por medio de un déficit en la balanza de pagos. Ocurrirá a la inversa si el público desea tener más dinero, es decir, si desea ahorrar en activos domésticos. Esos flujos correctores de caja más o en menos se materializan mediante la venta (compra) de bienes en el exterior o la compra (venta) de activos externos. Es precisamente la sustitución del dinero local por el extranjero el mecanismo por el que el público satisface sus deseos de ajustar sus saldos de caja.[3] Debe tenerse en cuenta que el público tiene sus razones para conservar dinero, pero no cualquier cantidad de dinero, sólo la que él quiera. Esto supone que existe una demanda de dinero estable. Este es el aspecto esencial para comprender que la balanza de pagos es, en realidad, un fenómeno monetario. [4]

El fuerte ingreso de capitales debe verse en consecuencia como un aumento de los deseos del público por mantener activos financieros domésticos. En el siguiente gráfico se ilustra la evolución de las tenencias de activos M2 y M3 en relación con el PBI, comúnmente denominados coeficientes de profundización financiera.

La demanda de activos financieros – en ausencia de ilusión monetaria – se expresa en la cantidad real de dinero o activos financieros. Sus cambios dependen únicamente de variables reales como la riqueza y los costos de oportunidad. Si la renta o la riqueza aumentan, se supone que el público demandará más activos financieros. Cuando los retornos esperados de otros activos

[3] Se podrá estar seguro de que una vez ajustada la liquidez al volumen deseado, el déficit (superávit) externo se interrumpirá, siempre que el banco central no pretenda frustrar el propósito colectivo del público y esterilizar las consecuencias del déficit sobre la base monetaria, mediante operaciones compensatorias.
[4] Johnson H, Further *Essays in Monetary Economics* G.Allen & Unwin, Londres 1972

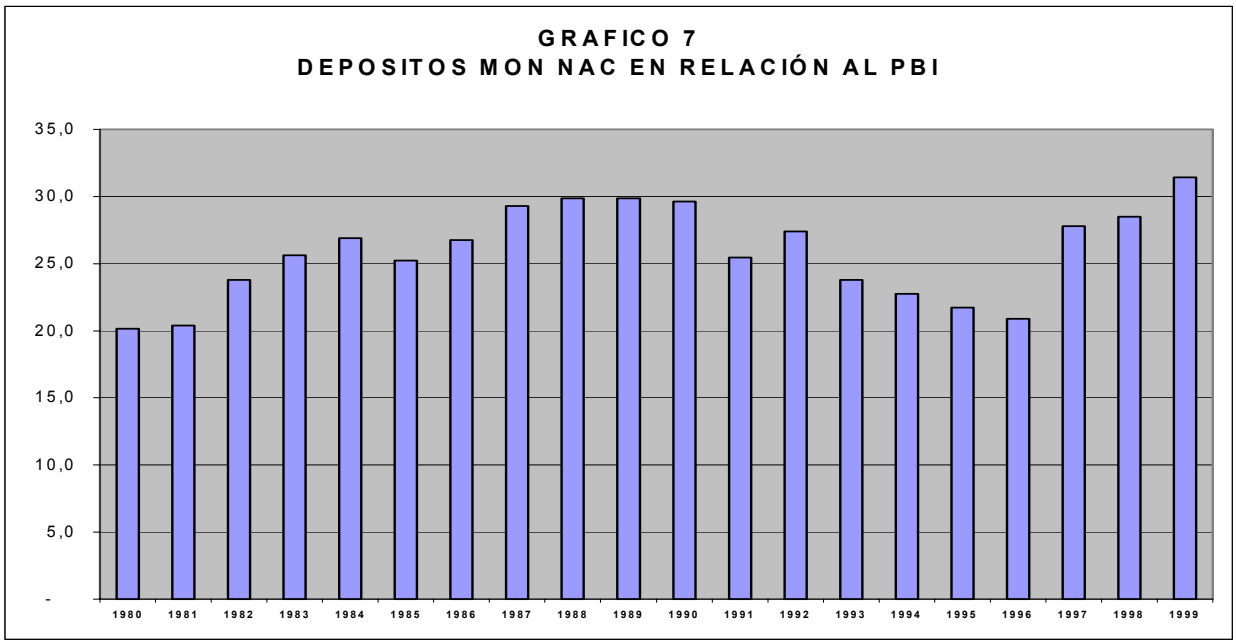
bajan, también lo hacen los costos de oportunidad y la demanda de dinero también aumenta por ese motivo.



La respuesta de la demanda de saldos reales frente a cambios del PBI puede ser que aumente en igual proporción o parecida que el PBI, es decir, su elasticidad puede ser igual, mayor o menor que 1. Si la elasticidad es mayor que 1, la demanda de activos M2 o M3 aumenta más que el PBI, esto significa que el sistema financiero contará con más recursos de préstamos por unidad de producto y el mercado financiero se hará más profundo. Se puede ver que, a partir de 1996, la demanda aumentó sostenidamente en relación con el PBI (elasticidad mayor que 1) y esto se reflejó en un sostenido ingreso de capitales, coincidiendo con un importante crecimiento del PBI. El aumento de los recursos de préstamos se transformó en un *boom* de crédito en 1996 y 1997. Si el público no hubiera deseado mantener más dinero, no habrían ingresado los capitales ni las remesas familiares, el *boom* de crédito no se hubiera producido, ni tampoco hubiera crecido la actividad económica.

Pero sin duda en este comportamiento de la demanda de dinero, también tuvo un papel muy importante la caída de la inflación. La caída de la inflación redujo sensiblemente el costo de oportunidad de mantener dinero en efectivo o en depósitos bancarios, y esto indujo a un aumento de su demanda.[5] Las tasas de interés para depósitos se volvieron positivas en términos reales lo que hizo más rentable el ahorro en moneda nacional. Como se discute más abajo, esta baja de la inflación, sin embargo, *no fue suficiente para ahuyentar las expectativas de devaluación*.

[5] El estudio de las determinantes de la demanda de dinero en Honduras se analizará con mayor profundidad en el futuro sobre las bases del modelo desarrollado en J.C.Protasi "Determinantes de la demanda de dinero en Uruguay" Premio Banco Central del Uruguay, 1981.



Por último, el aumento de la demanda de dinero en 1998 y 1999 puede atribuirse a mayores necesidades de liquidez, derivadas del desastre del Mitch[6]. Ese aumento autónomo de la demanda de dinero fue un motivo de atracción de recursos del exterior tanto privados como transferencias oficiales.

En esos años, el Banco Central de Honduras acumuló fuertes ganancias en reservas internacionales que alcanzaron US$ 174 millones de dólares en 1996, US$ 295 millones de dólares en 1997, US$ 230 millones en 1996 y US$ 474 millones en 1999. Durante el año 2000, la ganancia en reservas internacionales del BCH se redujo significativamente, por lo que se podría suponer que la demanda de dinero del público había dejado de crecer.

C. El premio de la tasa de interés

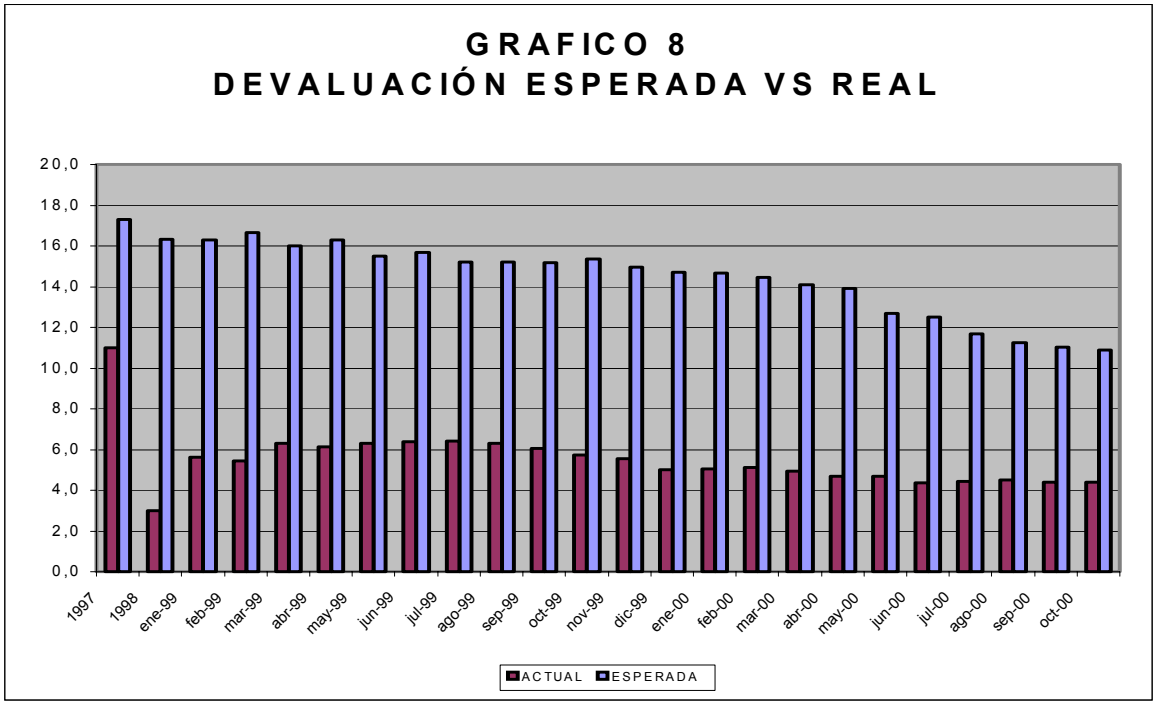
Honduras logró establecer condiciones favorables e infundir confianza en los inversores domésticos y extranjeros para atraer capital externo tanto antes del Mitch como después de él. Sin embargo, la confianza que se generó en la estabilización de la economía no fue suficiente para generar credibilidad en la estabilidad de la moneda. A pesar de mantenerse un sistema cambiario de paridad deslizante (*crawling peg*), que mantiene una baja tasa de devaluación, el público mantiene expectativas de devaluación muy superiores.

En una economía con dos monedas – lempiras y dólares – y con tasas libres de interés, las tasas de interés en moneda local deberían arbitrarse con las externas. Esto implica que la tasa de interés nacional para un depósito en lempiras, debería determinarse desde el exterior sobre la

[6] En 1999 el PBI cayó por lo que el aumento de la relación en es año en parte se debe a ese hecho

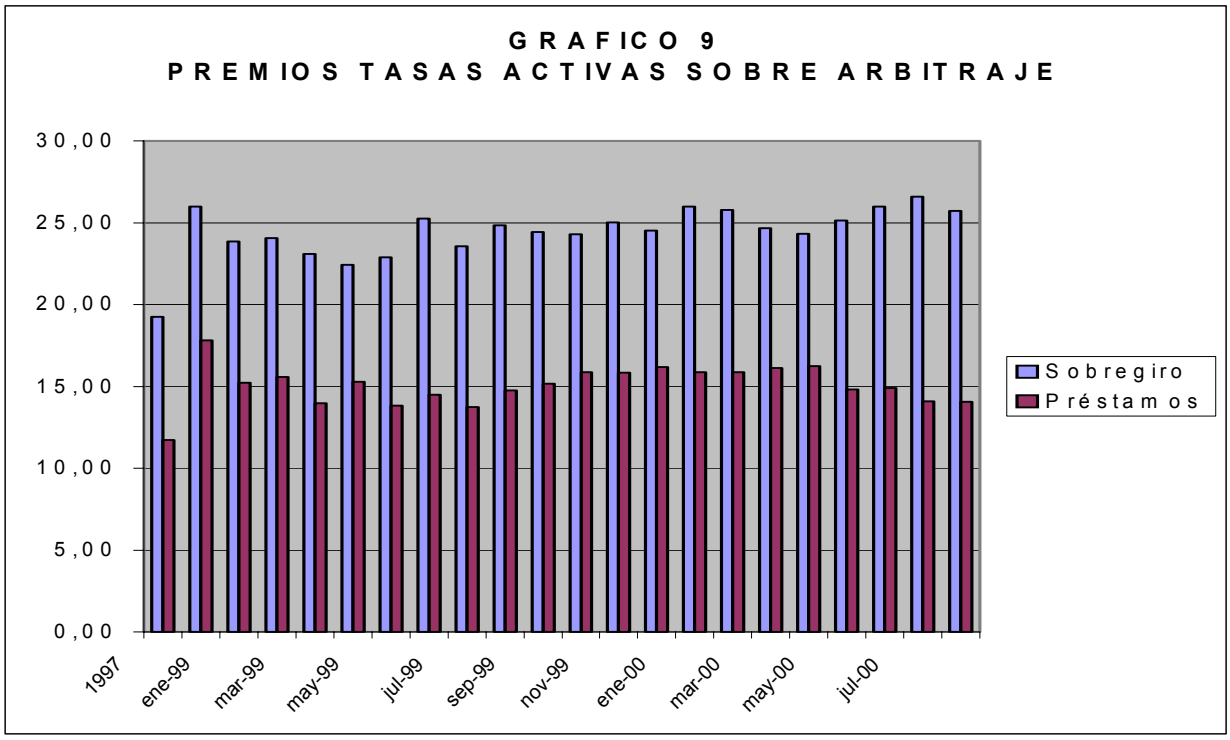
base de: (a) la tasa de interés para un depósito, por ejemplo, en Miami más (b) el riesgo país, más (c) las expectativas de devaluación del lempira.

En el gráfico siguiente se muestra la tasa de devaluación real y la esperada, implícita en las tasas de interés activas.[7]



La diferencia entre la devaluación esperada y la real se traduce en un premio que debe pagar quien toma un préstamo en lempiras en lugar de tomarlo en dólares.

[7] La tasa de devaluación esperada se calcula como la diferencia entre la tasa activa en lempiras y la tasa en dólares para los mismos plazos y condiciones.



En el gráfico número 9, puede verse que, en el caso de las *tasas de sobregiro*, el premio alcanza 25 puntos sobre la tasa de arbitraje. En el caso de *préstamos normales*, el premio se puede estimar en 10 puntos. La tasa de arbitraje se calcula como la suma de tasa de interés activa en dólares más la tasa de devaluación real.

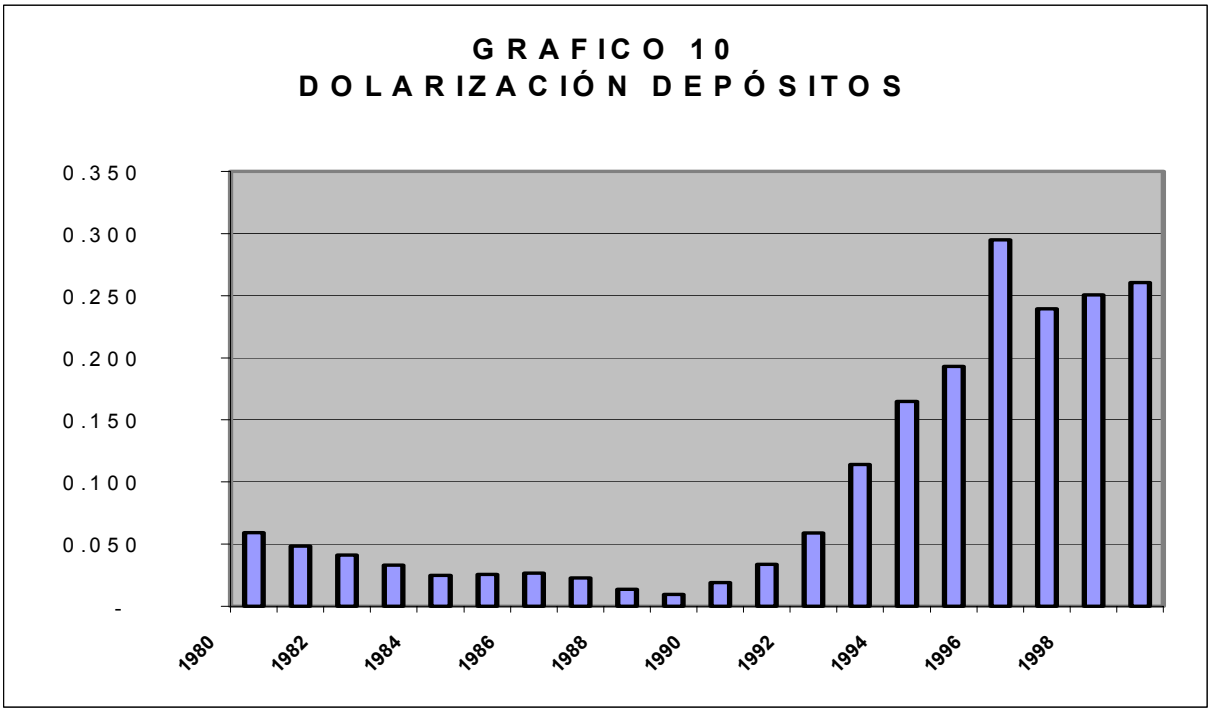
El premio que deben pagar quienes no pueden acceder a préstamos en dólares en la plaza local, constituye un estímulo muy fuerte para repatriar su propio capital del exterior. Quienes tienen su capital en el exterior, ganando una tasa reducida en un certificado de depósitos en dólares, pueden generar elevados retornos, prestándolos en el sector informal hondureño. Asimismo, los familiares de hondureños en el exterior pueden encontrar un atractivo para prestar sus ahorros a tasas de interés significativamente más altas que en Miami.

D. Dolarización de los depósitos

La falta de credibilidad en la estabilidad monetaria trajo como consecuencia una gradual sustitución de los depósitos en lempiras por depósitos en dólares. Este hecho se ve claramente en el gráfico referente a la profundización financiera. En él puede observarse que la relación de M3/PBI, que incluye los depósitos en moneda extranjera, creció más en los últimos años que M2/PBI.

La dolarización de los depósitos aumentó sostenidamente a partir de 1992, pero se estabilizó en los últimos años. En esto influyeron las nuevas regulaciones de encajes en moneda extranjera

que se comenzaron a aplicar a partir de 1990, exigiendo a los bancos comerciales mantener depósitos equivalentes por el 50% en caja o bancos de primera línea en el exterior y préstamos a exportadores por el restante 50%. Esta medida restableció en parte la confianza de los depositantes, que, como se recordará, fueron sorprendidos por una conversión a lempiras de sus depósitos en dólares durante la década de los ochenta.



La mayor garantía que ofrecieron los encajes en bancos del exterior para los depósitos, contribuyó a dar mayor seguridad a los inversores y a retener capitales de residentes de hondureños que, en otras circunstancias, probablemente se hubieran redireccionado a Miami.

La dolarización de los depósitos tiene ventajas e inconvenientes. La mayor ventaja de permitir mantener activos en dólares, es que cuando un sistema financiero ofrece este tipo de instrumentos, contribuye a incrementar el ahorro de los residentes dentro del país. En tanto la decisión de mantener un activo en dólares está determinado fundamentalmente por las expectativas de devaluación de la moneda local, pues quien haya decidido dolarizar su cartera lo hará de cualquier forma existan o no ese tipo de instrumentos. Si internamente no se le ofrece la posibilidad, entonces lo hará en el exterior. No pueden caber dudas de que es preferible que ese capital se mantenga en el circuito nacional a que se coloque *off-shore*.

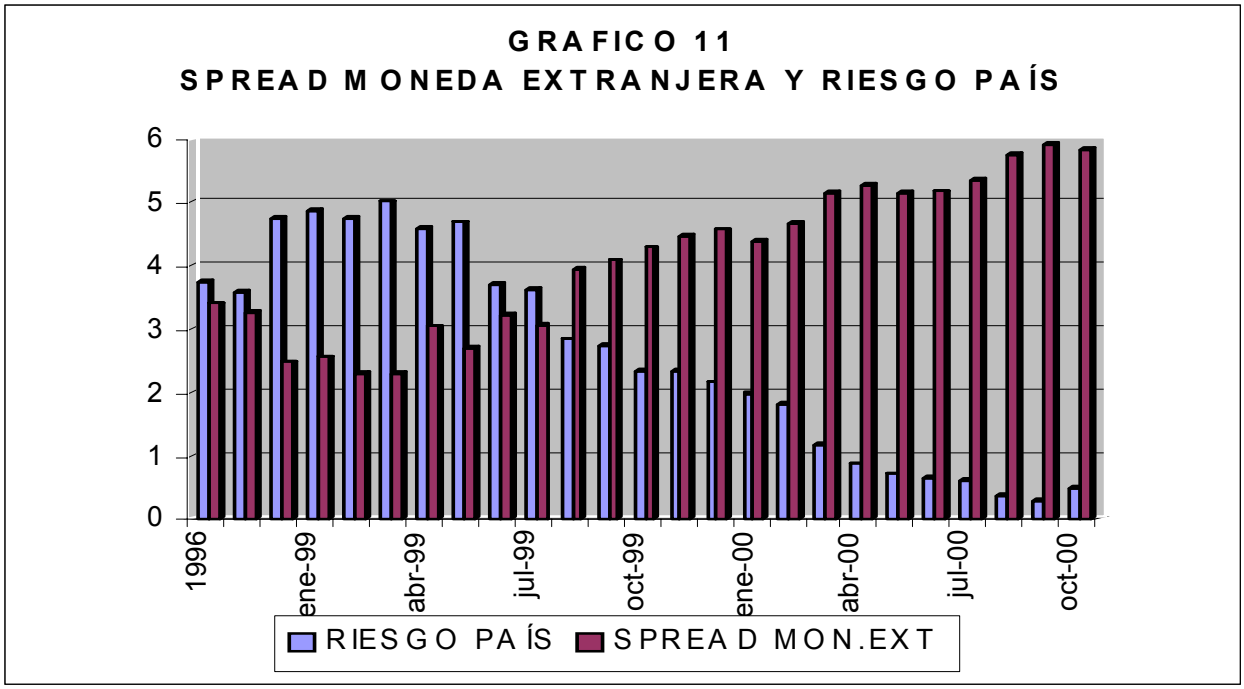
La principal desventaja es que la dolarización "de hecho" de la economía le resta capacidad al gobierno para financiar el déficit con crédito interno. Cuanto mayor sea el porcentaje de dólares que desee mantener el público en sus carteras, los lempiras que se pongan en circulación para financiar las actividades del gobierno por encima de lo que el público desea mantener, se "sustituirán" por dólares. Esto provocará o bien una depreciación del lempira o una pérdida de reservas internacionales de la autoridad monetaria.

La estabilidad de los depósitos en moneda extranjera refleja que la apetencia del público por ese tipo de activos no fue *in crescendo*, sin embargo, sin duda contribuyó a que los capitales no se fueran del sistema hondureño. Más adelante se complementa el análisis de este punto.

E. Disminución del riesgo país y aumento de *spreads*

Un último aspecto que sin duda también contribuyó al ingreso de capitales, fue la gradual disminución del riesgo país y el aumento de los *spreads* en moneda extranjera en el sistema bancario nacional.

La existencia de restricciones en el mercado de cambios dificulta una medición precisa del riesgo país. Por esto, la diferencia entre la tasa de interés para depósitos en dólares y la tasa de interés internacional puede considerarse sólo como una aproximación al riesgo país de Honduras.



Cuanto mayor sea esta diferencia, implica que los inversores requieren un premio sobre las tasas internacionales para colocar sus ahorros en los bancos hondureños. El premio se redujo recientemente.

En el gráfico 11, puede verse que, a pesar del aumento de las tasas internacionales a lo largo del año 2000, el diferencial con las tasas nacionales mostró una tendencia a la baja. De acuerdo con l esta medición, el riesgo país habría disminuido. Esto podría atribuirse al enorme flujo de ayuda internacional recibido en apoyo por el huracán Mitch y de las remesas de hondureños en el exterior. Asimismo, la estrategia de condonación de la deuda externa, en el marco del nivel de relativa pobreza de Honduras, es muy probable que haya tenido un impacto positivo. Si bien no es claro si esta condonación de la deuda contribuirá a mejorar la percepción de riesgo soberano

por parte de los inversores privados, lo que sí es claro que el nivel de endeudamiento externo neto se redujo significativamente ante el aumento de reservas internacionales durante los últimos años.

Una interpretación complementaria de la disminución del *spread con las tasas internacionales*, es que existe un exceso de oferta de fondos de préstamos en dólares, derivada de una reducida demanda de préstamos en moneda extranjera. La intermediación en moneda extranjera está penalizada por las regulaciones de encajes, que se refleja en elevadas tasas activas, a las que obviamente se debe agregar el riesgo de una devaluación. Pero sin duda también intervienen las regulaciones prudenciales, que sólo permiten que los fondos en moneda extranjera se presten a exportadores.

A pesar de la reducción gradual de encajes a partir de 1997, la falta de oportunidades de colocación de fondos induce demandar menos depósitos en dólares al público por parte de los bancos lo que se reflejó en una baja de las tasas pasivas. La consecuencia fue un aumento de los *spreads con las tasas para depósitos en moneda extranjera*, como puede observarse en el gráfico, lo que constituye un estímulo para que los hondureños repatríen capital para su autofinanciamiento.

F. Posibles efectos de la dolarización de la economía salvadoreña

El gobierno de El Salvador introdujo una profunda reforma al decidir eliminar su moneda y adoptar el dólar como medio de pago y unidad de cuenta en su economía. La dolarización, que será gradual en la medida que el colón vaya desapareciendo de la circulación por la preferencia del público por el dólar, tiene la principal ventaja de erradicar el riesgo de cambio en las transacciones comerciales y financieras, con lo cual la tasa de inflación será igual a la internacional. Por otra parte, las tasas de interés nacionales ya no deberán incorporar el riesgo de devaluación de la moneda, con lo cual se reducirán al nivel internacional más una componente por el riesgo país.

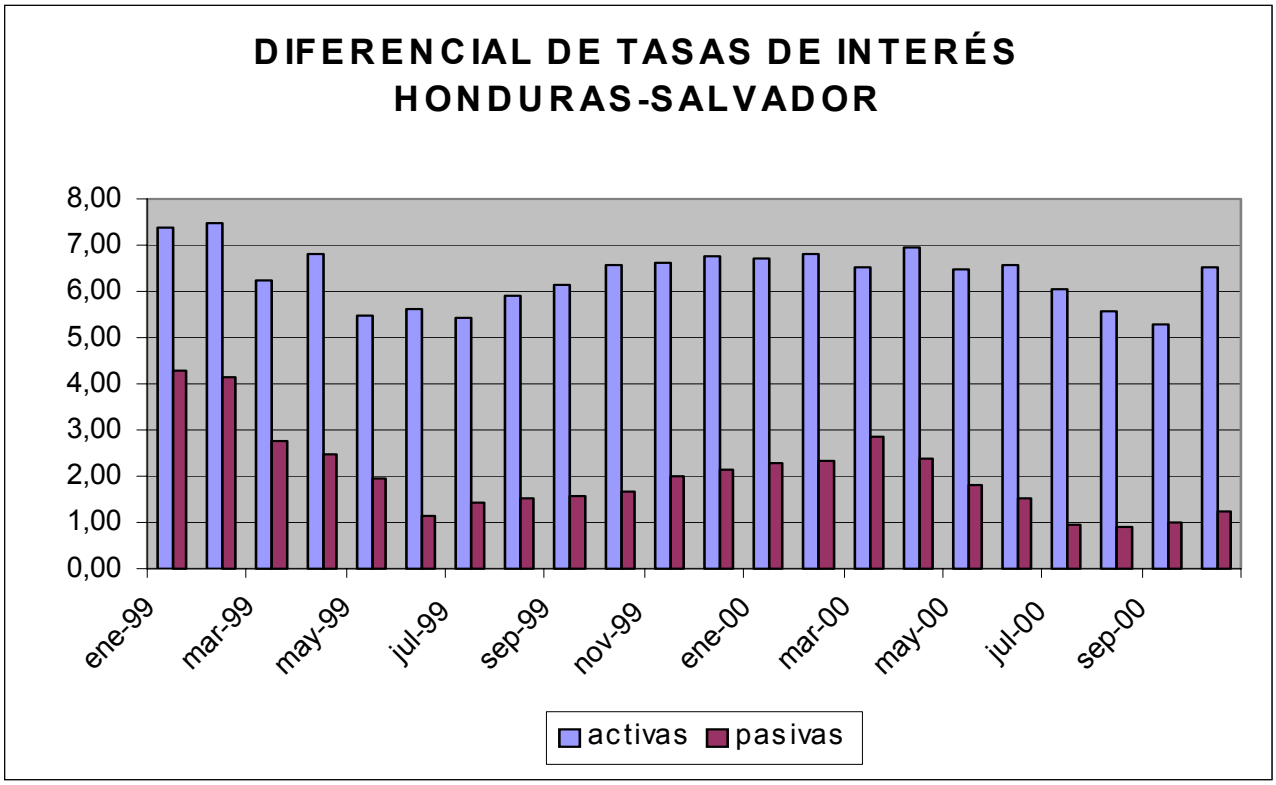
Las consecuencias sobre la plaza hondureña se pueden analizar desde dos ángulos. La desaparición del riesgo de cambio puede hacer atractivo a los inversores hondureños el trasladar sus capitales a El Salvador que se encuentra a sólo media hora de avión. Visto desde el otro ángulo, la baja de las tasas en El Salvador puede inducir a las empresas hondureñas a endeudarse en aquel país, lo cual provocará un ingreso de capitales.

La experiencia más cercana en América Latina de un fenómeno como este fue la implementación del régimen de Convertibilidad en Argentina. La decisión de declarar la libre convertibilidad del peso argentino y el establecimiento de una paridad fija en el marco de una Caja de Conversión, produjo un reflujo inmediato de depósitos que estaban radicados en Uruguay. Años más tarde, sin embargo, las sucesivas amenazas después de las crisis de México, de los países asiáticos, Rusia, etc., los capitales volvieron a Uruguay a depositarse *off-shore* en bancos extranjeros.

Esta experiencia, sin embargo, no es asimilable al flujo de depósitos entre Honduras y El Salvador, ya que Honduras no tiene un sistema bancario con bancos extranjeros que hubiera atraído depósitos en dólares de salvadoreños. Los depósitos de salvadoreños, que en todo caso existen en Honduras, son los que se ven atraídos por la seguridad que ofrece el sistema bancario

en el marco del seguro explícito de depósitos y por la oportunidad de ganar el premio que pagan las tasas de interés en lempiras. La dolarización, en ese sentido, no debería ejercer un efecto negativo sobre los depósitos en Honduras. Como se puede ver en el gráfico siguiente, las tasas de interés para depósitos en Honduras y El Salvador y deflatadas por las tasas de devaluación respectivas[8] mantienen todavía una ventaja en favor de Honduras.

Realizando un cálculo similar para las tasas activas en ambos países, se puede observar que las tasas en Honduras, expresadas en dólares, son como promedio 6 puntos más altas que las de El Salvador, lo que también representa una ventaja para atraer capitales desde ese país bajo la forma de préstamos en moneda extranjera a empresas hondureñas.



En síntesis, varios factores contribuyeron al incremento del flujo de capitales a Honduras: mayor confianza, aumento de la demanda de dinero, premio de las tasas de interés y solidaridad con el desastre de Mitch. Todas ellas permitieron que la economía hondureña contara con recursos abundantes para empujar el crecimiento, el aumento del consumo y, recientemente, el hecho de comenzar a recuperar la actividad económica con rapidez.

[8] En el caso de El Salvador, la tasa de devaluación es cero ya que el tipo de cambio se mantuvo fijo 8,75 colones por dólar por largo tiempo.

SECCIÓN III: IMPACTO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

Como se discutió en la sección anterior, Honduras recibió durante los últimos años enormes ingresos de capitales que impulsaron el crecimiento económico y crearon un *boom* de crédito. Recientemente, y a raíz de la caída de los precios internacionales, de la sobrevaluación de la moneda y de la crisis derivada del Mitch, todo aquel bienestar logrado años atrás provocó similar efecto al de una bola de nieve, creando una difícil situación financiera que afecta severamente el sistema financiero.

El impacto de los flujos de capital en la economía hondureña no ha sido muy distinto de lo acontecido en la mayoría de las economías latinoamericanas y de otras latitudes. A partir de fines de los ochenta, en respuesta a la desaceleración de la actividad económica y la disminución de las tasas de interés en las economías industrializadas, el capital privado regresó a América Latina. Inicialmente se vio este reflujo de capitales del exterior, como una buena oportunidad para financiar inversiones e importaciones. Sin embargo, la entrada de capital, rápidamente generó problemas. El dinero que ingresaba, mostró una tendencia a apreciar las monedas y la mayoría de los países empezaron a enfrentar dificultades para competir en el extranjero. Los déficit externos tendían a crecer más allá de lo prudente para mantener el nivel de endeudamiento en límites tolerables por los inversores. Además, el sistema bancario se vio forzado a prestar internamente los fondos externos, generando *booms* de crédito que debieron extenderse a sectores de mayor riesgo -- consumo y bienes raíces – similar a lo ocurrido en Honduras. El proceso se repitió, como si fuera una película, en los diferentes países.

El manejo de los flujos de capitales por parte de la autoridad monetaria se tornó en uno de los temas más controvertidos y difíciles por sus implicancias en el mercado de cambios y en el mercado monetario. Los problemas que acarrea el ingreso de masivos flujos de capitales se pueden sintetizar en:

- Apreciación del tipo de cambio.
- Pérdida de control sobre los agregados monetarios.
- Volatilidad de los flujos que pueden ocasionar cambios abruptos en la cuenta corriente.
- Auge de préstamos de alto riesgo que podrían generar condiciones para una futura crisis bancaria.

Las alternativas de políticas para manejar los flujos de capital dependerán del tipo de flujo de capital que esté recibiendo el país en cada momento. Aunque es muy difícil distinguir el tipo de flujo de capital, es posible, al menos, manejar algunos indicadores indirectos que pueden ayudar en esa difícil tarea.

En el caso específico de Honduras, donde todavía no existe un mercado de capitales, los indicadores financieros que pueden ayudar a diferenciar las corrientes de capitales inducidos por factores de atracción o por factores externos de presión, son los siguientes.

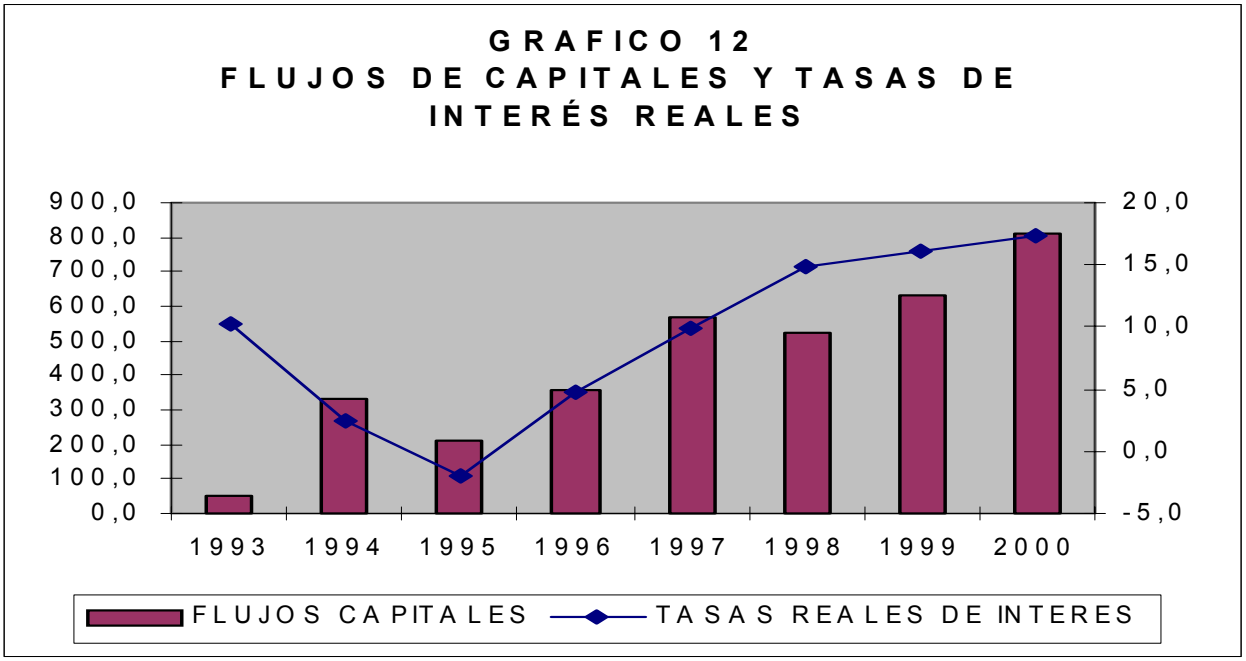
A. Precios de los activos y tasas de interés

El comportamiento de los **precios de los activos** suele acompañar en líneas generales a la dirección de los flujos de capitales, es decir, cuando ingresan capitales, los precios de los activos suben y, a la inversa, éstos bajan cuando hay fuga de capitales. Esta correlación suele observarse cuando el flujo de capitales está asociado con la productividad del capital o con movimientos en las tasas de interés internacionales. En el caso de que las oportunidades de generar retornos en el país mejoren, es decir, que la productividad del capital aumenta, éste será un factor de atracción de capitales que hará que aumente el precio de los inmuebles. El mismo efecto se producirá cuando bajen las tasas de interés internacionales. Sin embargo, cuando el ingreso de capitales está asociado a un aumento autónomo en la demanda de dinero, como ocurrió después del Match, el precio de los activos se deprime por la modificación de las carteras de los tenedores. En el caso de Honduras, la baja en los precios de los activos debe asociarse con la recesión por la que atraviesa la economía como consecuencia de la baja de precios internacionales, elevado nivel de endeudamiento privado y elevado nivel de las tasas de interés.

Las **tasas de interés** por su parte tenderán a elevarse tanto cuando el origen de los flujos de capital sea por factores de atracción (aumento de la productividad del capital) o cuando se produzca un aumento autónomo de la demanda de dinero. En el siguiente gráfico se puede observar que las tasas de interés reales aumentaron correlativamente con los flujos de capital que, como se discutió en la Sección 1, buena parte de ellos son corrientes sostenidas (incremento de la inversión directa de largo plazo y de remesas de hondureños). Cuando el origen de los flujos de capital se puede atribuir a una baja de las tasas internacionales, las tasas locales probablemente deberían mostrar una tendencia a la baja, dependiendo de la política que siga el Banco Central. Este punto se desarrolla con más profundidad en las páginas siguientes. La elevación de las tasas de interés reales está asociada a otros factores que fueron discutidos con más detalle en otro informe[9], pero el aumento de la demanda de crédito del sector privado y de las necesidades de liquidez posterior al Mitch, sin duda jugaron un papel preponderante en este aspecto.

El gráfico 12 estaría sugiriendo que el origen de los flujos estuvo más relacionado con factores de atracción que de presión. Estos factores de atracción pudieron estar relacionados con mejores oportunidades para inversiones de largo plazo, con mayores retornos esperados para los ahorros de hondureños en el exterior y con fuerte aumento de las necesidades de liquidez, primero, por parte del sector privado destinado al aumento de inversión y consumo y, después, para la reconstrucción de las pérdidas de capital físico derivadas del huracán Mitch.

[9] J.C.Protasi y O.Torres "Algunas observaciones sobre las tasas de interés y *spreads* en Honduras" Proyecto PEP-USAID Abril 2000.

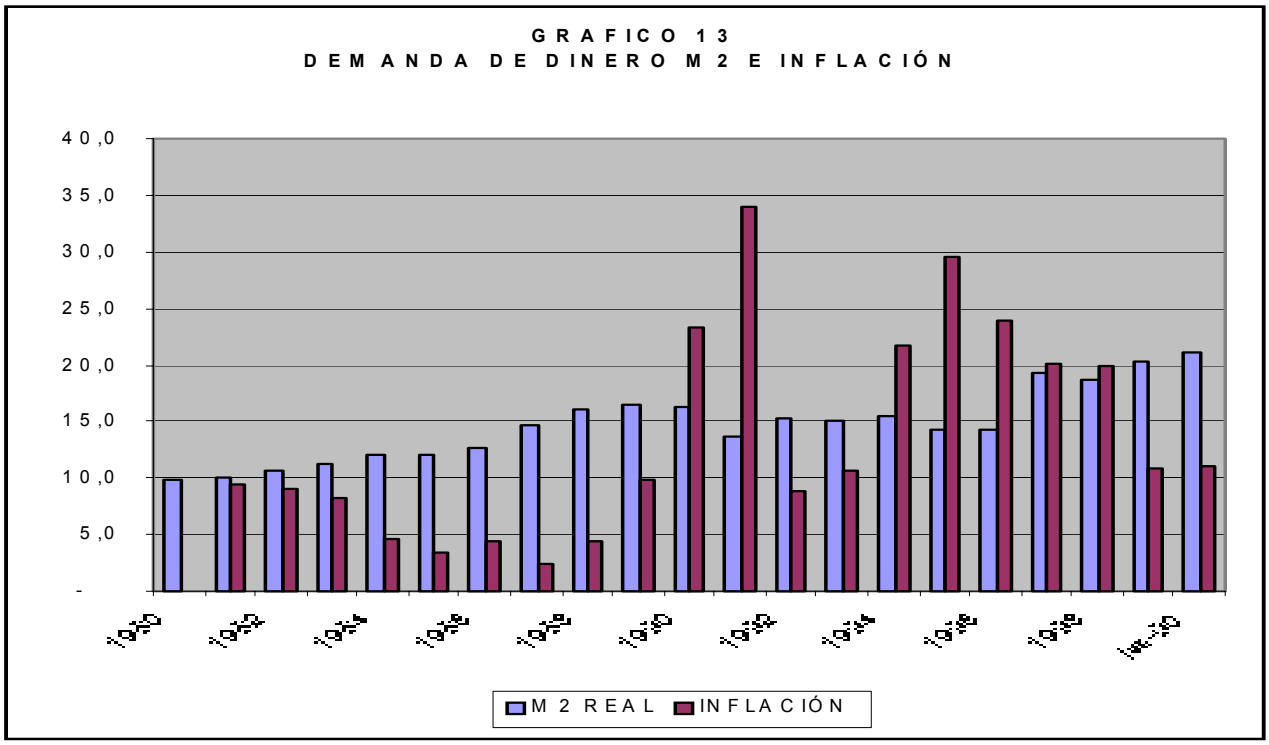


B. Impacto en los agregados monetarios

El comportamiento de la *demanda de saldos reales en efectivo* también aporta información útil. Cuando las corrientes de capital se generan por un aumento de la demanda de dinero local, éstas se relacionan con un aumento de los saldos reales, pero no con mayor inflación.

El gráfico 13 ilustra el comportamiento de la demanda de dinero M2 y de la inflación para los últimos 20 años. En dicho gráfico se puede ver que, por lo general, la demanda de saldos reales aumentó cuando la inflación disminuyó y, a la inversa, se redujo de forma moderada cuando aumentó la inflación. Éste es un comportamiento observado en todas partes y tiene que ver con los costos de oportunidad de mantener dinero a los que se hizo referencia. Cuando el público anticipa que habrá más inflación, tratará de deshacerse de sus *stocks* de dinero para comprar bienes u otros activos que lo protejan contra la inflación. En las economías en que los mercados de capitales están poco desarrollados, como es el caso de Honduras, las alternativas al dinero son la moneda extranjera, los bienes en general y los bienes raíces.

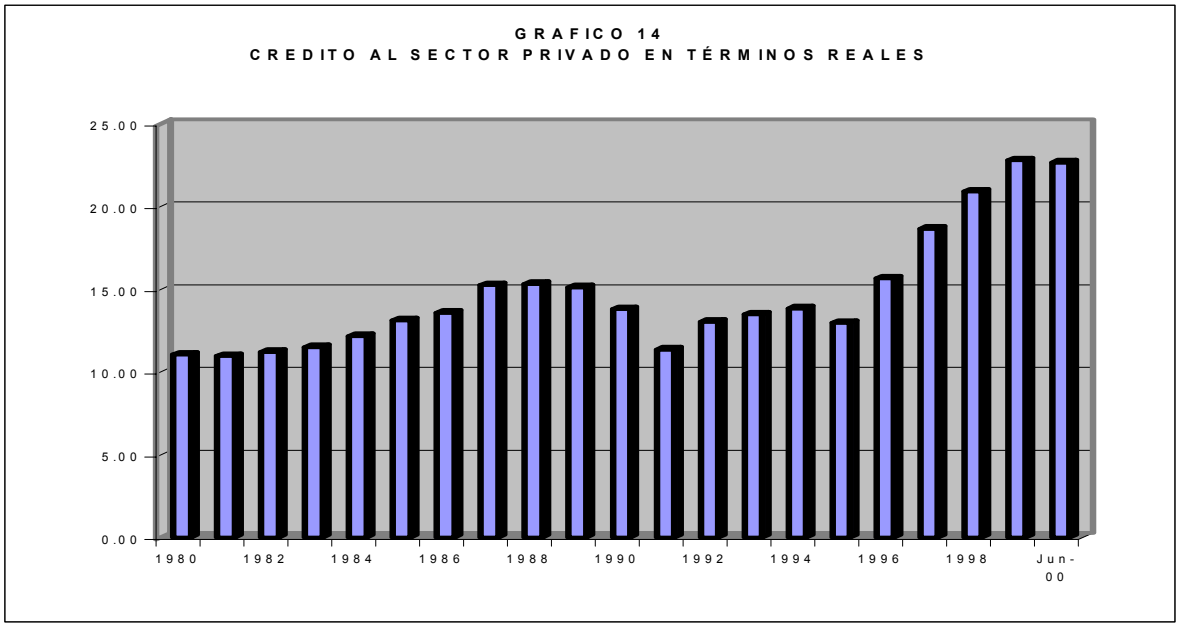
Mirando *el comportamiento de los saldos reales en estos últimos años*, se puede ver que el ingreso de capitales no provocó inflación, sino, por el contrario, la inflación disminuyó en los últimos cuatro años. El comportamiento observado en los saldos reales sugiere que el flujo de capitales en estos últimos años estuvo más asociado a un aumento autónomo de la demanda de dinero, que a otros factores.



Dentro de los agregados monetarios, la evolución del crédito al sector privado en términos reales aporta un mayor nivel de información que el de los saldos reales y se puede observar en el gráfico 14, que, en buena medida, el aumento de la demanda de dinero se puede asociar con un *boom* en demanda de crédito por parte del sector privado, que se reflejó en un importante aumento de la demanda agregada y del nivel de actividad económica. Este aumento de la demanda de crédito fue sin duda lo que empujó al alza las tasas de interés reales.

Un último aspecto que termina por corroborar el argumento de que el ingreso de capitales de estos últimos años estuvo asociado a un aumento de la demanda de dinero, es el comportamiento de los depósitos en moneda extranjera. Cuando la demanda de moneda local aumenta, la tenencia de depósitos en moneda extranjera debería bajar o, por lo menos, no crecer[10]. Esto es precisamente lo que se observó en los últimos años en Honduras como lo muestra el gráfico 10.

[10] Un análisis de las determinantes de la demanda de depósitos en moneda extranjera,será realizada en otro informe futuro.



C. Impacto en la inflación

El impacto en la tasa de inflación depende del origen de los flujos de capitales. Como ya se discutió cuando estos provienen de un aumento de la demanda de dinero, la inflación no tiene por qué aumentar a corto plazo. Sí lo puede hacer en el largo plazo si el aumento de los saldos reales conlleva a un aumento de la demanda agregada y la economía no está lo suficientemente abierta como para que la cantidad de bienes disponibles aumente rápidamente.

Cuando el origen de los flujos se debe a aumentos en la productividad del capital o a factores externos como una baja de las tasas de interés internacionales, es muy probable que la inflación aumente inmediatamente. En el caso de Honduras, se puede ver en el gráfico 13 que esto ocurrió entre 1994 y 1996. A partir de 1997, la inflación comenzó a reducirse gradualmente, sin embargo, como se muestra más adelante, ésta no pudo converger con la internacional, produciéndose una sobrevaluación del lempira en términos reales.

SECCIÓN IV: ALTERNATIVAS DE POLÍTICA E INSTRUMENTOS

Se pueden considerar diversas alternativas de política para manejar los flujos de capital. La elección de dichas alternativas dependerá del tipo de flujo de capital que la economía esté recibiendo así como por el grado de flexibilidad permitido por la estructura institucional interna y el marco vigente de políticas.

De acuerdo con la aludida interrelación entre la demanda de dinero y la balanza de pagos, y entre la cuenta corriente y la cuenta capital, una manera de compensar parcialmente las presiones sobre la política monetaria y la competitividad de la producción doméstica, *es abriendo la cuenta corriente mediante la rebaja y uniformidad de aranceles y reduciendo los controles sobre los movimientos de capitales*. En el caso de Honduras, todavía se mantienen restricciones importantes en el mercado de cambios que limitan la actuación espontánea de los mercados y que, probablemente, quitarían presión sobre la política del BCH.

A. Las opciones disponibles

Se pueden considerar diferentes grados de políticas con intervención esterilizada de los flujos de capital entre los extremos de una flotación o de una fijación del tipo de cambio, ya sea un *crawling peg* o una paridad fija. Las discusiones al nivel práctico y académico no permiten establecer hasta el momento una política óptima por las implicaciones que cada una representa.[11] Las opciones más relevantes tienen que ver con permitir una apreciación del tipo de cambio, reducir las tasas de interés, esterilizar los flujos de capital con bonos del gobierno, aumentar el superávit del gobierno y regular e imponer impuestos a los flujos de capital.

A.1 Mantener un sistema cambiario flexible y permitir que el tipo de cambio se aprecie.

Monetizar una parte de los flujos y dejar que el mercado cambiario absorba el resto mediante una apreciación del tipo de cambio. En este caso se evita la esterilización monetaria a través de operaciones de mercado abierto que tendrían como consecuencia el mantenimiento de altas tasas de interés y continuaría el flujo de capital. Sin esterilización las tasas de interés tenderán a bajar hasta acercarse a los niveles de las tasas externas más la tasa de devaluación y más el riesgo país.

Esta alternativa es apropiada cuando los flujos de capital son de muy corto plazo. La esterilización con papeles del banco central no permite que las tasas de interés se arbitren y alienta a los especuladores a traer capitales en virtud de la rentabilidad combinada que les produce las altas tasas de interés y la apreciación de la moneda.

A.2 Establecer una meta monetaria

Permitir cierto grado de apreciación de la moneda y cierto grado de esterilización con bonos de absorción monetaria es la alternativa del Banco Central debe convencer al sector privado de estar dispuesto a mantener la meta monetaria, especificando de antemano el monto de intervención con bonos de absorción.

[11] W.Bank conference "The capital account and Macroeconomic Policies" 1992, G.Caprio, J.Hanson, M.Kiguel

Esta alternativa puede considerarse más apropiada cuando un país recibe inversión directa desde el exterior. Las nuevas inversiones contribuirán a aumentar probablemente la productividad laboral, por lo que cierto grado de apreciación cambiaria no sería un problema serio para los sectores exportadores. De ese modo, el Banco Central se cuida de que los flujos de capital no afecten el objetivo central de la estabilización. La diferencia entre la alternativa primera y la segunda es que el Banco Central esteriliza parte de los flujos, pero estableciendo un límite de antemano para las operaciones de mercado abierto.

A.3 Mantener fijo el tipo de cambio, monetizar los flujos y aplicar una fuerte restricción fiscal

En esta alternativa, el Banco Central no trata de esterilizar la expansión monetaria adicional. Las tasas de interés bajarán hasta arbitrarse con la tasa internacional. Esta alternativa busca evitar una apreciación nominal fuerte del tipo de cambio para acomodar el *hot money* que pueda afectar la competitividad de los sectores exportables. El instrumento adecuado para contrarrestar el recalentamiento de la demanda es de origen fiscal. El gasto público deberá reducir o aumentar los impuestos para compensar el aumento de la demanda, derivada de la monetización de los flujos. Por supuesto, esta alternativa es impracticable en las condiciones actuales de Honduras, ya que el déficit fiscal está creciendo como consecuencia de un menor nivel de recaudación tributaria y de la restauración de los daños del huracán Mitch.

A.4 Poner algún tipo de impuesto sobre los flujos de capital

Cuando los flujos de capital son de carácter especulativo, puede ser recomendable imponer algún tipo de impuesto sobre los flujos de corto plazo como lo hizo Chile e Israel.

En Chile, se estableció en 1991 un impuesto implícito sobre las entradas de capital. El impuesto consistía en el requisito de efectuar un depósito sin intereses en el Banco Central por el 20% de la inversión total. Esta reserva obligatoria debía mantenerse por un período entre 90 días y un año, dependiendo del vencimiento del préstamo. Además, se extendió a los préstamos en moneda extranjera un impuesto de transferencia del 1,2 % anual que se aplicaba sólo a los préstamos en moneda nacional. En 1992 se elevó la reserva obligatoria al 30%. Además de estas regulaciones, existían otras similares que obligaban a radicar las inversiones directas, por lo menos, un año en el país, aunque sí se permitía repatriar ganancias. La combinación de la reserva obligatoria y el impuesto de transferencia no imponía un costo marginal significativo para los préstamos a plazos largos, aunque sí resultaba elevado para los préstamos a corto plazo. Se ha estimado que la incidencia de ambos tipos de impuestos osciló entre el 2,6 % y el 3,9 %.

El grado de efectividad de este tipo de medidas suele ser inferior al esperado, debido a que, en el marco de mercados integrados al nivel internacional, por lo general los inversores y las instituciones financieras descubren mecanismos para eludirlos.

SECCIÓN V: LA POLÍTICA DE ESTERILIZACIÓN DEL BCH

Al igual que la mayoría de los países emergentes, el BCH siguió el camino de monetizar los flujos de capital. La monetización de las reservas internacionales del BCH totalizaron un equivalente a 1,020 millones de dólares entre 1996 y los primeros diez meses de 2001.

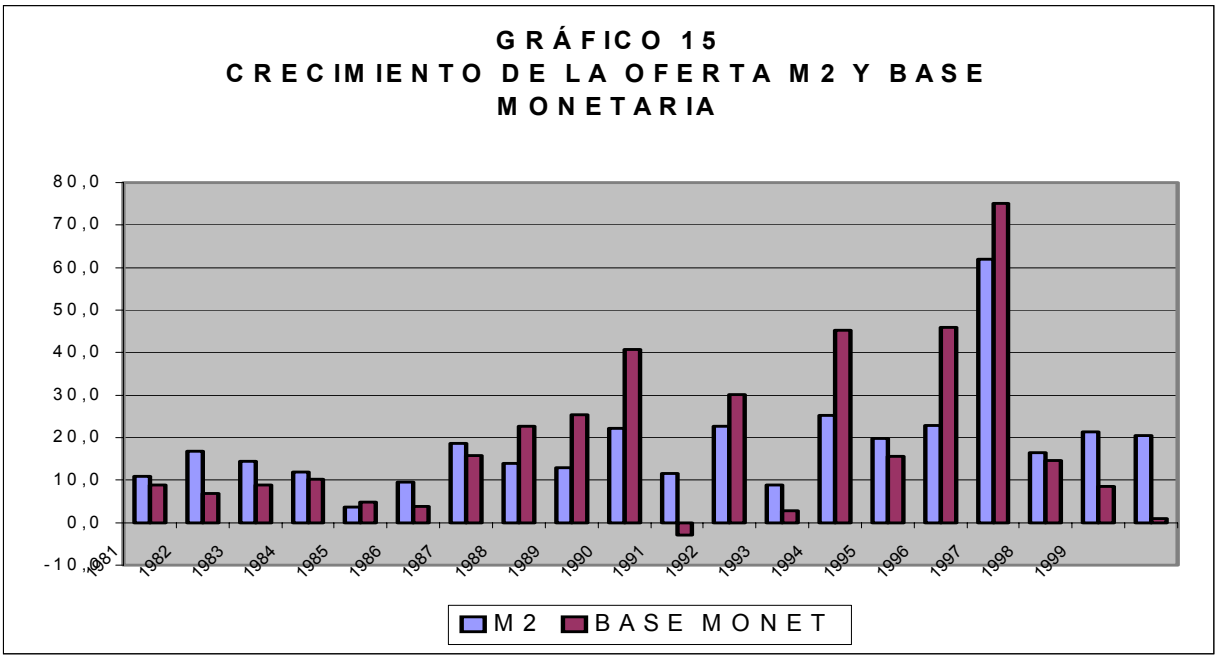
El BCH esterilizó una buena parte de esa enorme expansión monetaria mediante operaciones de mercado abierto con Certificados de Absorción Monetaria (CAM) y con depósitos del Gobierno Central y del sector público. La monetización resultante – aumento de la base monetaria con relación al aumento de las reservas internacionales – tuvo un promedio de sólo un 26 % entre 1996 y 1999. La colocación de CAM fue muy importante durante 1996 y 1997, alcanzando los US$ 81,4 millones y US$ 124,5 millones, respectivamente. En 1998 y 1999, la esterilización de los flujos fue sobre todo a través de depósitos del sector público en el BCH. La colocación de CAM se redujo drásticamente a sólo US$ 27,9 millones y U$S 20,6 millones en esos años, a pesar de que en esos años la ganancia de reservas fue de US$ 230 millones y US$ 474 millones, respectivamente.

Durante el año 2000, la situación parece haber cambiado radicalmente. La demanda de dinero base cambió de signo y el Gobierno Central, que había tenido un papel contractivo hasta 1999, revirtió sus necesidades de fondos en el 2000, tornándose en una importante fuente de expansión monetaria a medida que fue utilizando los recursos depositados en el BCH en la reconstrucción del país. La ganancia de reservas internacionales se redujo a sólo US$ 29 millones en los primeros diez meses del año, a raíz de la fuerte caída de la demanda de dinero y del incremento de los egresos de divisas, en parte, originados por la reconstrucción y por el aumento del precio del petróleo.

El BCH debió recurrir nuevamente a la colocación de CAM, duplicando los montos promedio de los dos años previos, pero, en este caso, para contrarrestar el aumento del gasto público y no por los flujos de capital.

Cuadro 4
Balance Banco Central de Honduras
(Millones de lempiras)

	1996	1997	1998	1999	oct-00
1. VARIACIÓN RES INT'L	1,545.1	3,719.7	2,675.1	5414.9	348.0
2. VARIACIÓN BASE MONET	654.8	1,410.0	476.0	934.6	-712.6
3. COLOCACIÓN CAMS	960.0	1,627.0	372.2	293.0	709.7
4. VAR. DEPOS. GOBIERNO	290,5	630.4	1,711.1	2784.7	-2310.7
5. VAR.DEP.RESTO S.PUB	45.0	274.6	337.3	887.0	2633.0
6. VAR CR.DOM. 6=2+3+4+5-1	405.2	222.3	221.5	-515.6	-28.6



Se puede ver en el gráfico 15, que la monetización de los flujos de capital se trasladó sólo parcialmente a la oferta M2. En general, el crecimiento de M2 fue inferior al de la base monetaria, excepto en los últimos dos años que ocurrió a la inversa. Esto se explica por el elevado nivel de los encajes e inversiones obligatorias que prevaleció hasta 1998. A partir de 1999, el BCH redujo gradualmente los encajes e inversiones obligatorias, lo que permitió que la oferta creciera más rápido que la base monetaria.

A. Los efectos de la esterilización

La esterilización de la oferta monetaria a través de encajes e inversiones obligatorias conlleva un gradual proceso de desintermediación por la elevación de los *spreads*. Este tema fue analizado con mayor detenimiento en otro informe[12]. Por su parte, la esterilización con CAM presenta algunas desventajas que se analizan a continuación.

A.1 Impacto sobre las tasas de interés

Las operaciones de esterilización pueden aumentar la tasa de interés en comparación con su posible nivel si hubiera entrada de capital sin esterilización.

El ingreso de capitales, sea cual sea el destino final al que están orientados – corto plazo, transferencias, remesas, inversión directa, etc. – se debe canjear por lempiras, vendiendo la moneda extranjera en el mercado. Esto se debe a que en Honduras no existe todavía libre convertibilidad de la moneda como para poder realizar transacciones en moneda extranjera y no existen instrumentos de ahorro en moneda extranjera como para permitir que, por ejemplo, parte

[12] J.Protasi y O.Torres "Algunas observaciones sobre las tasas de interés y spreads en Hondu+ <T7-USAID Abril 2000

de las remesas de familiares se mantengan colocadas en dólares a una tasa de interés atractiva. Si bien se permiten depósitos en dólares del público en el sistema bancario, el elevado nivel del encaje ensancha el *spread*, reduciendo la tasa que se paga al depositante y elevando la tasa que se cobra a quienes adquieren préstamos.

El aumento de la demanda de lempiras, en ausencia de una intervención del BCH, resultará en un aumento del valor del lempira. Para evitar la apreciación de la moneda que irremediablemente tendría lugar en dicha conversión, el BCH monetiza los flujos de capital, comprando el flujo de moneda extranjera que ingresa al país, engrosando de ese modo el *stock* de reservas internacionales a cambio de poner a disposición del público la cantidad adicional de lempiras que se requieren.

Si el BCH no hubiera monetizado estos flujos, el lempira se hubiera apreciado en términos nominales, lo que hubiera tenido consecuencias muy negativas para los exportadores. Por otro lado, la monetización de los flujos de capital pone presión sobre los precios al alza, salvo que ocurriera un aumento de la demanda real de dinero, algo que no se sabe de antemano sino hasta ver la reacción final de los precios. Los hechos mostraron que existió un aumento importante de la demanda real de dinero y eso fue lo que permitió al BCH esterilizar sólo la cuarta parte de las reservas internacionales que adquirió.

El Banco Central colocó Certificados de Absorción Monetaria y Bonos del Gobierno en operaciones de mercado abierto, quitando la liquidez excedente en el mercado. Pero para lograr que el público se deshaga de los lempiras a los que accedió cuando vendió los dólares, el BCH debió ofrecer tasas de interés superiores a la tasa de arbitraje. La tasa nominal de los CAM se mantuvo estable, pero, como la tasa de devaluación se redujo, el premio sobre la tasa de arbitraje aumentó. En el gráfico 16 se ve claramente este hecho.

Pero las tasas de interés que pagan los papeles públicos constituyen un piso para las tasas de interés pasivas que pagan los bancos. En la medida en que el BCH paga un premio para colocar los CAM, las tasas pasivas de los bancos mantienen también un permanente desarbitraje. El desarbitraje de las tasas en lempiras es un factor que contribuye al aumento de la demanda de dinero y a atraer capitales y remesas del exterior.

Es obvio que si el BCH – durante los años 1996 y 1997 -- no hubiera colocado los CAM para esterilizar la oferta monetaria, probablemente las tasas pasivas hubieran bajado hasta arbitrarse y el flujo de capitales hubiera sido inferior. No puede caber duda de que, en ese caso, la moneda se hubiera apreciado en términos nominales.

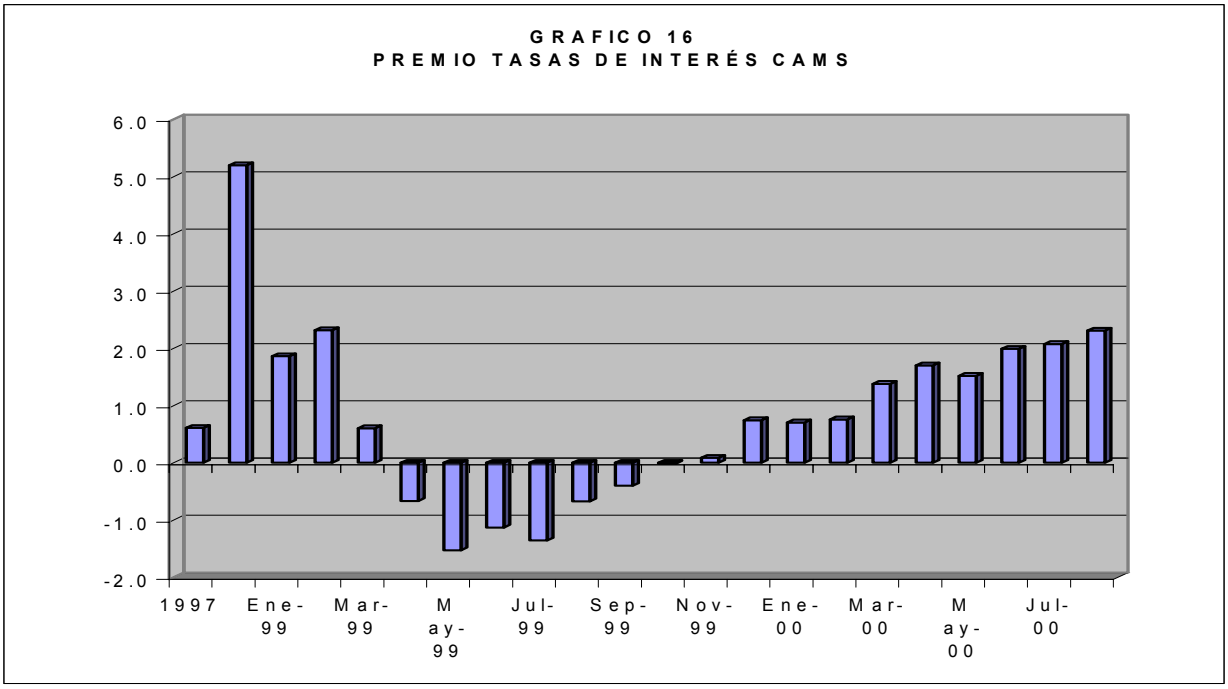


GRAFICO 16
PREMIO TASAS DE INTERÉS CAMS
6.0
5.0
4.0
3.0
2.0
1.0
0.0
-1.0
-2.0
1997
Ene-99
Mar-99
May-99
Jul-99
Sep-99
Nov-99
Ene-00
Mar-00
May-00
Jul-00

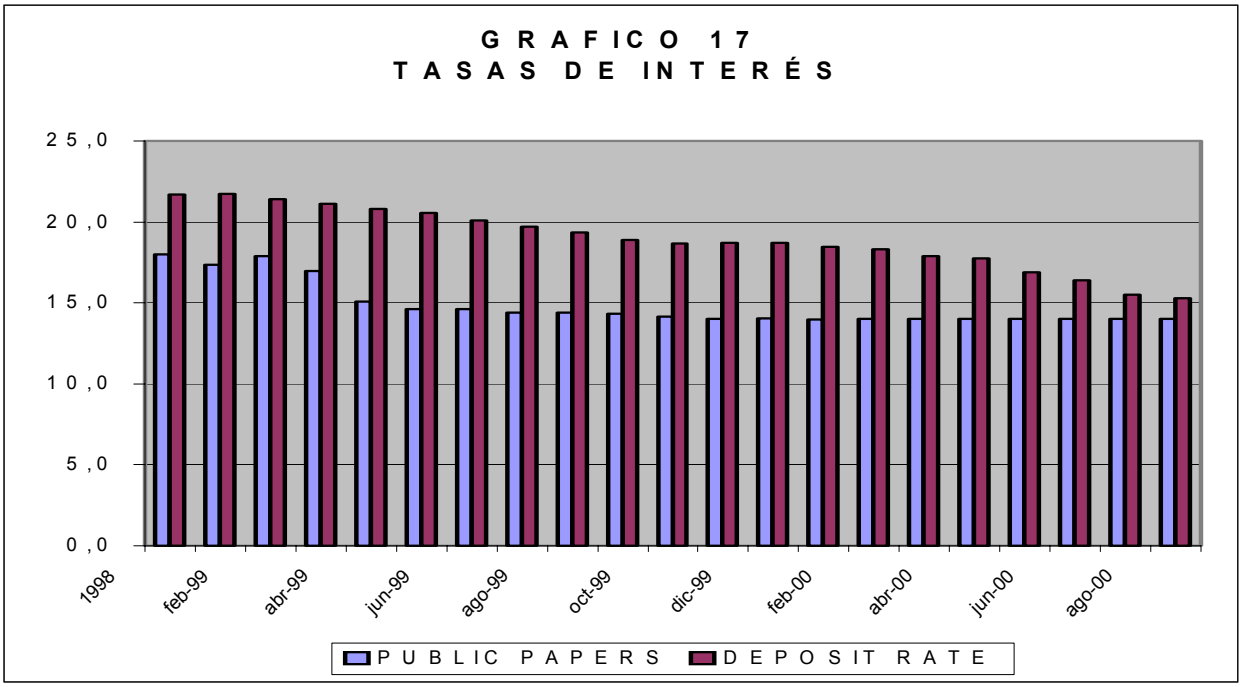


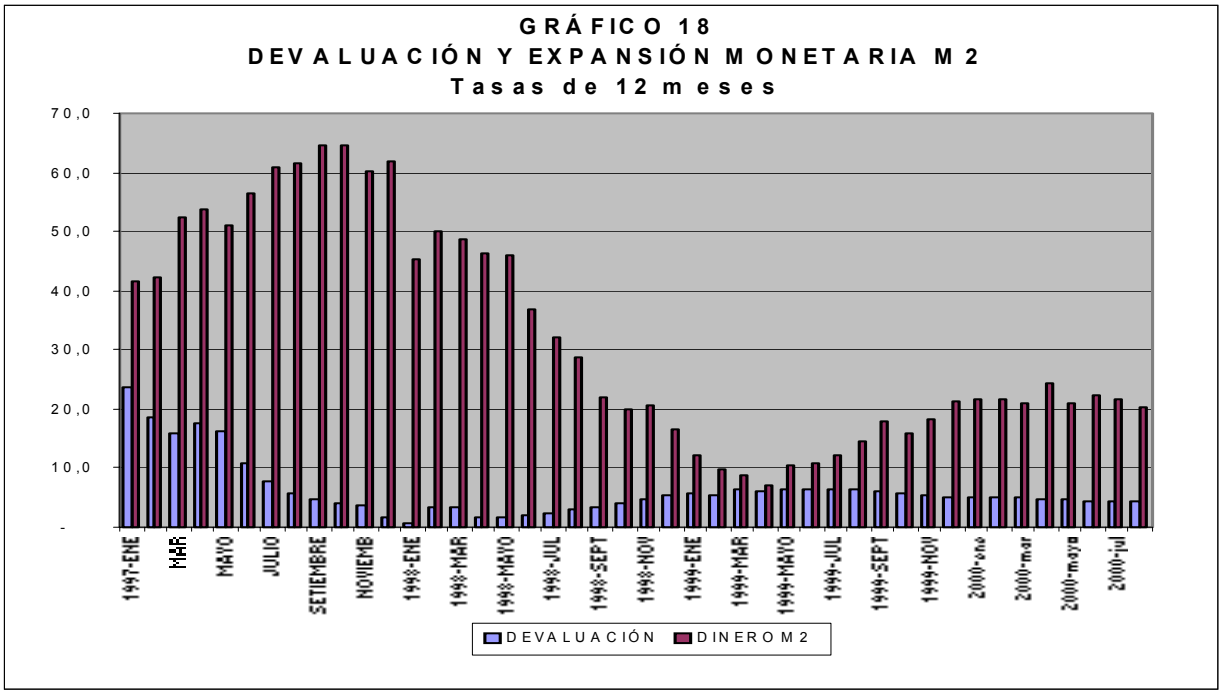
GRAFICO 17
TASAS DE INTERÉS
25,0
20,0
15,0
10,0
5,0
0,0
1998
feb-99
abr-99
jun-99
ago-99
oct-99
dic-99
feb-00
abr-00
jun-00
ago-00
PUBLIC PAPERS
DEPOSIT RATE

El aumento en la colocación de CAM durante el 2000 y el consiguiente aumento del premio de la tasa de interés no fue para esterilizar el flujo de capitales sino para esterilizar la expansión monetaria derivada del retiro de depósitos del gobierno en el BCH. En la medida en que el gobierno gasta más recurriendo a sus depósitos, al BCH le quedan dos caminos para evitar que esa expansión monetaria se propague y aumente la inflación: colocar CAM o vender reservas internacionales. El BCH eligió el primer camino para no afectar su *stock* de reservas internacionales, pues, como se puede ver en el cuadro 4, durante el 2000 el BCH sólo acumuló reservas por US$ 28 millones, a pesar de haber comprado US$ 332 millones de divisas.

El enfoque monetario de la balanza de pagos predice precisamente este resultado. Cuando el BCH expande el crédito doméstico – en este caso por los retiros de depósitos del gobierno – su *stock* de reservas internacionales se reduce, porque el nuevo dinero que se pone en circulación no es demandado por el público y se canjea por dólares. El BCH evitó que se perdieran reservas, emitiendo CAM para evitar que se sustituyeran lempiras por dólares en los portafolios privados.

A.2 Impacto sobre la oferta monetaria y la inflación

Las operaciones de mercado abierto no lograron contener lo suficiente la expansión monetaria. En el gráfico 18, se puede ver que la tasa de expansión monetaria mantuvo niveles muy superiores al de la pauta devaluatoria. Los hechos demuestran que, a pesar de la preocupación y el esfuerzo del BCH de evitar propagar la expansión monetaria que acarreaban los flujos de capital, resultó prácticamente imposible controlar la cantidad de dinero. Esto ocurrió exactamente igual en todos los países que intentaron esterilizar los flujos de capitales.

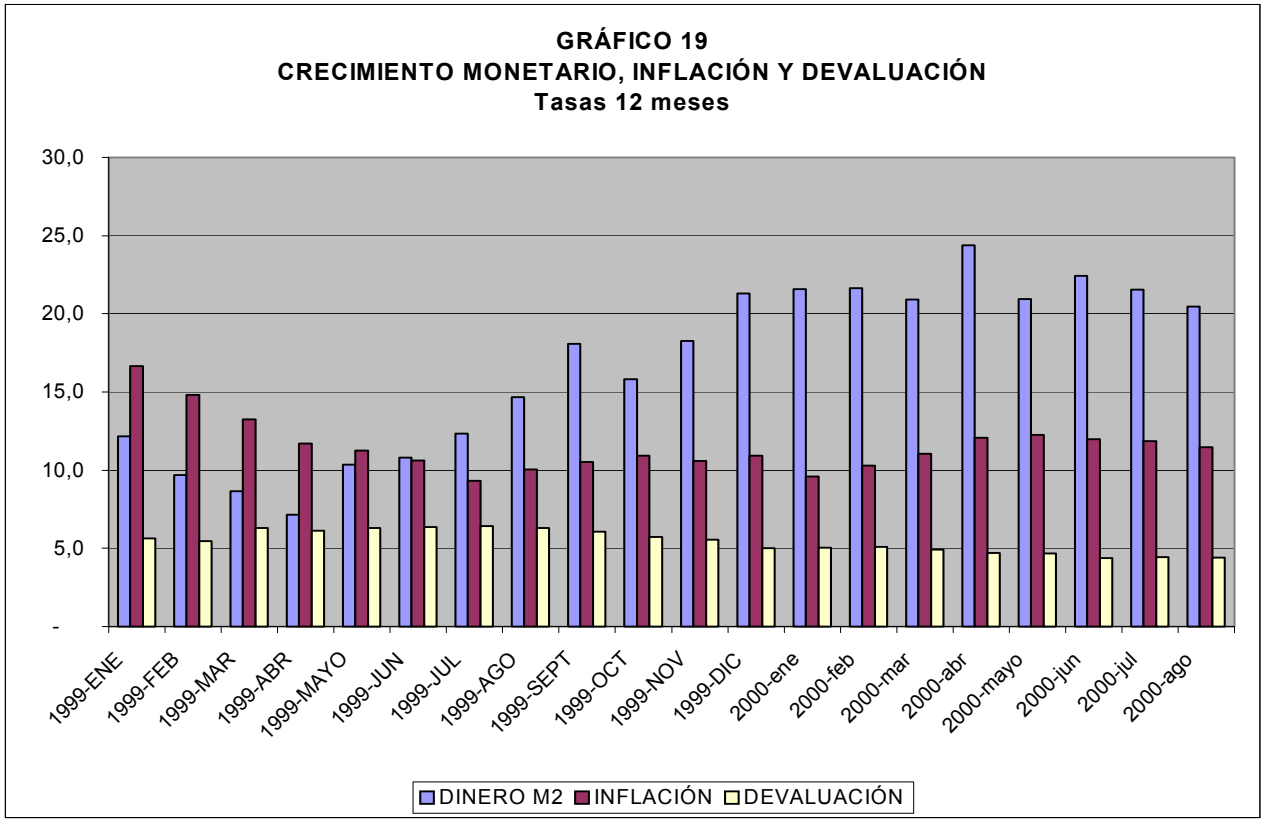


La consecuencia de la excesiva monetización en relación con la devaluación fue que la inflación doméstica se mantuvo por encima de la inflación internacional más la tasa de devaluación, y el lempira se apreció en términos reales.

El gráfico 19 muestra la evolución de la tasa de expansión de 12 meses de la cantidad de dinero, de la inflación y la devaluación, donde se puede apreciar que la cantidad de dinero creció en los últimos meses casi cuatro veces la tasa de devaluación y, como consecuencia de ello, la inflación duplicó la tasa de devaluación. El desarbitraje de los precios con los niveles internacionales se produjo por los aumentos en los denominados bienes "no transables" como son la educación, la salud y los servicios públicos, entre otros. A manera de ejemplo, mientras la tasa de inflación fue del 10,5 % en los doce meses que finalizan en octubre de 2000, en el mismo período el rubro "transporte" aumentó el 22,1%, la salud el 20,1 % y la educación el 15,7 %.

Por último, deben señalarse dos aspectos importantes. Uno positivo que tiene que ver con el hecho de que la mayor monetización de la economía hizo posible el *boom* de la economía hondureña.

Otro negativo, lo constituye el hecho de que el *boom* del crédito culminó después en una crisis bancaria que aún está pendiente de solución.



A.3 Impacto fiscal

Las operaciones de mercado abierto para esterilizar los flujos de capitales implican un costo fiscal importante para el BCH. La compra de reservas comporta un pago de intereses que debe realizar el BCH, superior al que pueden colocarse las reservas en el exterior. Si bien las tasas que paga el Gobierno y el BCH se fueron reduciendo gradualmente a lo largo del tiempo, como se mostró anteriormente, todavía se pagan unos dos puntos de premio sobre las tasas en moneda extranjera. Las tasas que paga el BCH, aunque son en lempiras, su equivalente en dólares es muy superior a las tasas que se cobran por la colocación de las reservas en bancos del exterior. En la actualidad, el BCH genera pérdidas en estas operaciones de mercado abierto, que se trasladan como una ganancia sin riesgo para los tenedores de esos papeles. El costo fiscal de estas operaciones lo cubre el BCH con el encaje bancario.

El control de cambio que aplicó Honduras durante todos estos años ayudó a que el BCH no incurriera en un déficit mayor. Si la obligación de vender las divisas de los exportadores no existiera, probablemente hubieran ingresado más divisas que las que ingresaron, lo que hubiera obligado al BCH a colocar más CAM para compensar su monetización.

En el momento actual, como ya se señaló, el costo fiscal de los CAM es para compensar el mayor gasto del gobierno. En virtud de que esta tendencia en el gasto público se acentúe probablemente con el correr de este año, el déficit *casi-fiscal* también irá en aumento. De lo contrario, el BCH perderá reservas internacionales.

En síntesis, el BCH sigue una política de inversión de sus activos que estuvo forzada inicialmente por el ingreso de capitales y recientemente, por un aumento del déficit fiscal. Las operaciones de mercado abierto con papeles denominados en lempiras, además de ocasionar pérdidas, contribuyen a mantener altas las tasas de interés. El BCH debe mantener los encajes como instrumento de financiación del costo de sus operaciones, incluyendo las operaciones de mercado abierto. Si bien el BCH ha realizado importantes esfuerzos para bajar los encajes, parece difícil que pueda continuar en esa línea con la actual presión del gasto del gobierno.

SECCIÓN VI: POSIBILIDAD DE ESTERILIZAR CON UN INSTRUMENTO EN MONEDA EXTRANJERA

El análisis de la sección anterior puso de manifiesto que el BCH tiene necesidad de esterilizar los flujos de oferta monetaria generados por un mayor déficit público para evitar que la inflación aumente con la consiguiente apreciación del lempira en términos reales y que el BCH comience a perder reservas internacionales por una sustitución de monedas en los portafolios del público.

Por esta situación atravesaron muchos países en América Latina a comienzos de los 90 y, en muchos casos, los bancos centrales siguieron políticas similares a las del BCH. Sin embargo, más tarde algunos países como Argentina y Uruguay introdujeron instrumentos para esterilizar la oferta monetaria denominados en moneda extranjera y otros como México introdujeron bonos indexados al dólar. El ingreso de capitales puede evitar monetizarse mediante la oferta pública de bonos y certificados de absorción monetaria en dólares.

A. Ventajas de introducir un instrumento del Gobierno en Moneda Extranjera

Esta alternativa presenta varias ventajas, entre las que destacan:

- La demanda de dólares en el mercado se vería incrementada, lo que evitaría la apreciación del tipo de cambio ante el ingreso de capitales y haría innecesario la monetización.

- El costo de financiamiento para el BCH se reduciría ya que. por estar denominados en dólares, se elimina el riesgo de cambio y las tasas que deberían pagarse serían inferiores a las actuales. Actualmente preocupa tanto a las autoridades como a los servicios del BCH el alto costo de las operaciones de esterilización.

- El BCH ya no tendría necesidad de pagar un premio en los CAM en lempiras, lo que ayudaría a que, en caso de que nuevamente se produjera un aluvión de capitales externos, se frenaría el "ingreso de capitales" derivado de los cambios de portafolios de residentes. Pero más importante que esto sería el hecho de permitir que las tasas en moneda local puedan continuar bajando y arbitrarse con las tasas en moneda extranjera.

- La incorporación de un instrumento en moneda extranjera en el mercado hondureño amplía el menú de instrumentos para los inversores nacionales y extranjeros. En este último caso, al ingresar los flujos externos, éstos se podrían canalizar en la compra de bonos en dólares, evitando así su monetización.

- Facilitaría a Honduras la competencia con El Salvador en la atracción de capitales del exterior y en la estabilidad de los depósitos del sistema bancario. Tener más opciones de inversión sin riesgo de cambio en la plaza hondureña será una ventaja para competir con inversiones alternativas en El Salvador, quien acaba de dolarizar su economía.

- Este instrumento podrá actuar como amortiguador para evitar una eventual salida de capitales durante el período de transición a las nuevas normas sobre seguro de depósitos que entrarán a regir el próximo año, cuando se limite el seguro a depósitos pequeños. Como los bonos del Estado – ya sea gobierno o BCH – tienen la garantía explícita del Estado, éstos sin duda ayudarán a mantener la estabilidad de los recursos del sistema financiero.

- Podría ser un instrumento útil para atraer capitales en circunstancias en que el público tuviera poca credibilidad en la moneda.

- Se evita monetizar las compras de moneda extranjera que demande el sector público, lo que permitiría una más rápida convergencia de la inflación nacional con la internacional. El sector público tiene necesidades de moneda extranjera para cubrir sus pagos en el exterior. En tanto su nivel de endeudamiento no sea elevado y se mantenga en límites tolerables en las relaciones Deuda/PBI, Deuda/Exportaciones, etc., la compra de moneda extranjera con deuda no será un problema, en tanto esa deuda esté destinada a incrementar el acervo físico del país que permitirá en el futuro generar una corriente de ingresos en moneda extranjera para cubrir el servicio de la deuda. En el caso de Honduras, la deuda externa se encuentra actualmente en niveles muy altos y, por esto, fue aprobado su ingreso en el HPIC. En el actual contexto, no sería posible aumentar la deuda externa recurriendo a la colocación de bonos en el mercado internacional. Esto no excluye, sin embargo, la posibilidad de colocar CAM a residentes.

B. Argumentos en contra

Se puede argumentar en contra de la creación de este tipo de instrumento, los principales argumentos serían:

- Que el BCH estaría endeudándose en dólares y esto podría aumentar el déficit ante una eventual devaluación del lempira. Sin embargo, este endeudamiento no es diferente del que tiene actualmente el BCH con los encajes en moneda extranjera de los bancos, es decir con residentes. Es el mismo tipo de riesgo. Por otra parte, el riesgo de devaluación estaría cubierto, ya que el BCH toma una deuda en dólares, pero aumenta en el mismo monto las reservas internacionales, por lo que el endeudamiento neto en moneda extranjera no cambia.

- Que si el BCH emite CAM en dólares para ser colocados en las instituciones de intermediación financiera, la posición neta en moneda extranjera no cambia, y sería equivalente a realizar un *swap* (intercambio) de monedas consistente en comprar dólares en el presente a cambio de vender dólares en el futuro. Si el BCH no llegará a contar con los dólares en el futuro, entonces el gobierno incurriría en *default* (morosidad). Sin embargo, este argumento no es válido en tanto que la colocación de CAM en dólares no sobrepase los límites de seguridad para que la deuda pueda ser honrada en el futuro. En el caso extremo de que el gobierno no tenga necesidad de usar las divisas provenientes de los CAM, el BCH estará de *break-even* manteniendo sus divisas en cartera, y estarán totalmente cubiertas sus obligaciones futuras con los tenedores.

- Que con este tipo de instrumento se puede estar induciendo al público a ahorrar en moneda extranjera y a desconfiar de la moneda local. Este argumento, sin embargo, no es válido, ya que la confianza del público no se afecta por estos motivos sino por las políticas del país, la inestabilidad de su moneda, la inflación, etc. Poner a disposición del público un instrumento de ahorro doméstico en moneda extranjera, si bien es cierto que aumenta el grado de dolarización de la economía, evita la fuga de capitales y la dolarización de hecho que de cualquier modo se produciría por la falta de confianza. En este aspecto debe tenerse presente que ya existe en el sistema financiero hondureño la posibilidad de ahorrar en dólares, depositándolos en los bancos.

- Que afectaría la meta de reservas internacionales acordada con el FMI, ya que, si bien ingresan divisas, al mismo tiempo se crea un pasivo en moneda extranjera. Cuando las reservas se compran en el mercado, se emite dinero que es un pasivo del BCH en moneda local. Sin embargo, este argumento no es correcto, ya que la compra de CAM en moneda extranjera por instituciones financieras residentes comportaría un ingreso de divisas que aumenta las reservas internacionales, creándose en contrapartida un pasivo en moneda extranjera con residentes que no se contabiliza en las reservas internacionales por incluir éstas únicamente las obligaciones en moneda extranjera de corto plazo con no residentes.

C. Consideraciones para su puesta en funcionamiento

La puesta en práctica de un instrumento en moneda extranjera entraña el análisis de una serie de aspectos específicos que deben evaluarse cuidadosamente[13].

En primer lugar, debería incluirse en el programa monetario la posibilidad de realizar operaciones de mercado abierto con CAM en moneda extranjera. Se debería establecer un *mix* de montos a esterilizar en lempiras y en dólares, en función de las proyecciones de la balanza de pagos del programa, de las necesidades de moneda extranjera del sector público y del nivel de la deuda a corto plazo, entre otros. Para ver el grado de aceptación de los inversores, sería recomendable iniciar la experiencia colocando pequeños montos en el mercado.

En segundo lugar, se deberían establecer las condiciones bajo las cuales se podrían licitar estos instrumentos en operaciones de mercado abierto. El comité de operaciones de mercado abierto debería establecer los montos a licitar en lempiras y dólares en cada oportunidad, las tasas de interés de referencia, los plazos y otros aspectos similares.

En tercer lugar, debería analizarse el régimen impositivo al que estarán sometidos estos instrumentos. Las tasas de impuesto a la renta que deben abonar las instituciones financieras por los intereses de estos bonos, serán una desventaja para competir con las tasas que paga el Banco Centroamericano por depósitos en dólares, libre de impuestos. Dichas tasas se ubican actualmente en el 6 % anual. La tasa equivalente, con impuesto a la renta, se ubicaría en el 8 % anual. Esto significaría una economía en el pago de intereses del 2 % anual sobre los montos que se deben esterilizar.

[13] La implementación de un instrumento del gobierno en moneda extranjera deberá ser objeto de estudio en un futuro proyecto, una vez que se evalúe por parte de las autoridades del BCH su conveniencia.

SECCIÓN VII: CONCLUSIONES

Durante los últimos años, Honduras mejoró sostenidamente su funcionamiento económico. Entre 1988 y 1994, la economía creció a un ritmo promedio del 3 % anual, en tanto que entre 1995 y 1997 la economía se expandió a un promedio del 4,2 %, excediendo el crecimiento promedio de América Latina en estos años. En dichos años, el gobierno cumplió en exceso con las exigencias del programa económico monitoreado por el FMI. Se redujo el déficit fiscal y la inflación y el déficit externo se hizo muy manejable. En 1998, el gobierno aprobó un programa de reformas y de estabilización que no pudo ser puesto en práctica, debido al desastre provocado por el huracán Mitch. A comienzos de 1999, el gobierno concretó un Acuerdo de Servicio Reforzado de ajuste estructural para apoyar el programa del gobierno en el período 1999-2001. A fines del mismo año, tanto el Directorio del FMI como del Banco Mundial aprobaron la elegibilidad de Honduras dentro de la Iniciativa de Países Pobres Altamente Endeudados (HIPC), lo que podrá representar un alivio importante del servicio de su abultada deuda externa.

En el contexto descrito, Honduras recibió importantes flujos de capitales y remesas de hondureños en el exterior durante los últimos años. El total de ingresos netos a través de la Cuenta Capital, Transferencias y Errores y Omisiones de la balanza de pagos fue de US$ 645 millones en 1996. En 1997, dicho flujo se incrementó a US$ 790 millones, reduciéndose a US$ 761 millones en 1998. En 1999, se duplicó el flujo alcanzado en 1996 hasta alcanzar los US$ 1,375 millones. Este fuerte aumento en los flujos de capitales y remesas, en buena medida, se pueden explicar por las ayudas y los préstamos del exterior recibidos después del desastre que ocasionara el huracán Mitch, por la solidaridad de los hondureños en el exterior así como por las inversiones de largo plazo del sector privado.

Al igual que la mayoría de los países emergentes, el BCH siguió el camino de monetizar los flujos de capital. La monetización de las reservas internacionales del BCH totalizaron 1,020 millones de dólares entre 1996 y los primeros diez meses de 2001.

El BCH esterilizó una buena parte de esa enorme expansión monetaria mediante operaciones de mercado abierto con Certificados de Absorción Monetaria (CAM) y con depósitos del Gobierno Central y del sector público. La monetización resultante –aumento de la base monetaria en relación con el aumento de las reservas internacionales– tuvo un promedio de sólo un 26 % entre 1996 y 1999. La colocación de CAM fue muy importante durante 1996 y 1997, alcanzando los US$ 81.4 millones y US$ 124.5 millones, respectivamente. En 1998 y 1999, la esterilización de los flujos fue principalmente a través de depósitos del sector público en el BCH. La colocación de CAM se redujo drásticamente a sólo US$ 27.9 millones y US$ 20.6 millones en esos años, a pesar de que la ganancia de reservas fue de US$ 230 millones y de US$ 474 millones, respectivamente.

Durante el año 2000, la situación parece haber cambiado radicalmente. La demanda de dinero base cambió de signo y el Gobierno Central, que había tenido un papel contractivo hasta 1999, revirtió sus necesidades de fondos en el 2000, tornándose en una importante fuente de expansión monetaria a medida que fue utilizando los recursos depositados en el BCH en la reconstrucción del país. La ganancia de reservas internacionales se redujo a sólo US$ 29 millones en los

primeros diez meses del año, a raíz de la fuerte caída de la demanda de dinero y del incremento de los egresos de divisas, en parte, originados por la reconstrucción y por el aumento del precio del petróleo. El BCH debió recurrir nuevamente a la colocación de CAM, duplicando los montos promedio de los dos años previos, pero, en este caso, para contrarrestar el aumento del gasto público y no por los flujos de capital.

Para inducir al público a que se deshaga de los lempiras y compre bonos públicos, el BCH debió ofrecer tasas de interés superiores a la tasa de arbitraje. La tasa nominal de los CAM se mantuvo estable, pero como la tasa de devaluación se redujo, el premio sobre la tasa de arbitraje aumentó. A su vez, las tasas de interés que pagan los bonos públicos constituyen un piso para las tasas de interés pasivas que pagan los bancos. En la medida en que el BCH paga un premio para colocar los CAM, las tasas pasivas de los bancos mantienen también un permanente desarbitraje. El desarbitraje de las tasas en lempiras es un factor que contribuye al aumento de la demanda de dinero y a la sustitución en los portafolios del público de dólares por lempiras.

Las operaciones de mercado abierto no lograron contener lo suficiente la expansión monetaria. La tasa de expansión monetaria mantuvo niveles muy superiores al de la pauta devaluatoria. Los hechos demuestran que, a pesar de la preocupación y el esfuerzo del BCH por evitar propagar la expansión monetaria que acarreaban los flujos de capital, resultó prácticamente imposible controlar la cantidad de dinero. Esto ocurrió exactamente igual en todos los países que intentaron esterilizar los flujos de capitales. La consecuencia de la excesiva monetización en relación con la devaluación fue que la inflación nacional se mantuvo por encima de la inflación internacional más la tasa de devaluación, y el lempira se apreció en términos reales.

Por otra parte, las operaciones de mercado abierto implican un costo fiscal importante para el BCH. La compra de reservas comporta un pago de intereses que debe realizar el BCH, superior al que pueden colocarse las reservas en el exterior. Si bien las tasas que paga el Gobierno y el BCH se fueron reduciendo gradualmente a lo largo del tiempo, todavía se pagan unos dos puntos de premio por encima de las tasas en moneda extranjera. Las tasas que paga el BCH, aunque son en lempiras, su equivalente en dólares es muy superior a las tasas que se cobran por la colocación de las reservas en bancos del exterior. En la actualidad, el BCH genera pérdidas en estas operaciones de mercado abierto, que se trasladan como una ganancia sin riesgo para los tenedores de esos bonos. El costo fiscal de estas operaciones lo cubre el BCH con el encaje bancario.

El control de cambio que aplicó Honduras durante todos estos años ayudó a que el BCH no incurriera en un déficit mayor. Si la obligación de vender las divisas de los exportadores no existiera, muy probablemente hubieran ingresado más divisas que las que ingresaron, lo que hubiera obligado al BCH a colocar más CAM para compensar por su monetización.

En el momento actual, el costo fiscal de los CAM es para compensar el mayor gasto del gobierno. En virtud de que esta tendencia en el gasto público probablemente se acentúe en el correr de este año, el déficit *casi-fiscal* también irá en aumento. De lo contrario, el BCH perderá reservas internacionales.

En síntesis, el BCH sigue una política de inversión de sus activos que inicialmente estuvo forzada por el ingreso de capitales y recientemente, por un aumento del déficit fiscal. El BCH debe mantener los encajes como instrumento de financiación del costo de sus operaciones, incluyendo las operaciones de mercado abierto. Si bien el BCH ha realizado importantes esfuerzos para bajar encajes, parece difícil que pueda continuar en esa línea con la actual presión del gasto del gobierno.

Por esta misma situación atravesaron muchos países en América Latina a comienzos de los 90 y, en muchos casos, los bancos centrales siguieron políticas similares a las del BCH. Sin embargo, más tarde algunos países como Argentina y Uruguay introdujeron instrumentos para esterilizar la oferta monetaria que están denominados en moneda extranjera y otros como México introdujeron bonos indexados al dólar.

El ingreso de capitales puede evitar monetizarse mediante la oferta pública de bonos y certificados de absorción monetaria en dólares. Esta alternativa presenta algunas ventajas. La demanda de dólares en el mercado se vería incrementada, lo que evitaría la apreciación del tipo de cambio ante el ingreso de capitales y haría innecesario la monetización. El costo de financiamiento para el BCH se reduciría, ya que, por estar denominados en dólares, se elimina el riesgo de cambio y las tasas serían inferiores a las actuales. Pero la incorporación de un instrumento en moneda extranjera al mercado Hondureño tiene la ventaja de ampliar el menú de opciones de inversión par los inversores nacionales y extranjeros y los flujos externos se podrían canalizar en la compra de bonos en dólares, evitando así su monetización.

Tampoco debe olvidarse que Honduras deberá competir con El Salvador en la atracción de capitales del exterior y en la estabilidad de los depósitos del sistema bancario. Más opciones de inversión sin riesgo de cambio en la plaza hondureña será una ventaja para competir con inversiones alternativas en El Salvador, que acaba de dolarizar su economía. Asimismo, un instrumento denominado en dólares podrá actuar como amortiguador para evitar una eventual salida de capitales durante el período de transición a las nuevas normas sobre seguro de depósitos que entrarán en vigor el próximo año, cuando se limite el seguro a depósitos pequeños.

Como los bonos del Estado – ya sea gobierno o BCH – tienen la garantía explícita del Estado, éstos, sin duda, ayudarán a mantener la estabilidad de los recursos del sistema financiero.