



POLITICAS ECONOMICAS Y PRODUCTIVIDAD

INFORME No. HO-TA-01-19

CONSIDERACIONES PARA LA IMPLEMENTACIÓN DE CERTIFICADOS DE ABSORCIÓN MONETARIA EN DÓLARES

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

Tegucigalpa, mayo de 2001

El Proyecto PEP es una iniciativa de la Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (USAID), contrato No. 522-C-00-00-00203-00, ejecutado por Chemonics International 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 Contrato: 522-C-00-00-00203-00
No. del Proyecto: 522-0395 (PROPEP)
Nombre del Informe: "CONSIDERACIONES PARA LA IMPLEMENTACIÓN DE CERTIFICADOS
DE ABSORCIÓN MONETARIA EN DÓLARES"
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

Página No.

Tabla de siglas	iv
Resumen Ejecutivo	v
A. Complementar el conjunto actual de instrumentos a disposición del BCH	vii
B. Reducir el costo de absorción monetaria	viii
C. Contribuir al desarrollo de un mercado de bonos	viii
SECCIÓN I: POSIBILIDAD DE ESTERILIZAR CON UN INSTRUMENTO EN MONEDA EXTRANJERA	1
A. Ventajas de introducir un instrumento del gobierno en Moneda Extranjera	1
B. Argumentos en contra	2
SECCIÓN II: CONSIDERACIONES PARA LA IMPLEMENTACIÓN DE CAM'S EN DÓLARES	4
A. Oportunidad	4
A. Complementar el conjunto actual de instrumentos a disposición del BCH	4
B. Reducir el costo de absorción monetaria	5
C. Contribuir al desarrollo de un mercado de bonos	5
B. Costo de absorción vs. beneficios para los bancos	6
B1. Costo de absorción CAM en lempiras	6
B2. Costo de absorción con CAM en dólares	7
B3. Costo de absorción con venta de reservas internacionales	8
C. Características que podrían tener los CAM en dólares	8
C1. Plazo	8
C2. Subastas y restricciones para no residentes	9
C3. Inversiones obligatorias por depósitos en dólares	9
C4. Colocación a valor nominal y no a descuento	10
D. Programa monetario y operaciones de mercado abierto en lempiras y en dólares	10
E. Resultados esperados de la implementación de un instrumento en moneda extranjera	11

TABLA DE SIGLAS

BCH	Banco Central de Honduras
CAM	Certificados de Absorción Monetaria
FMI	Fondo Monetario Internacional
Fonaprovi	Fondo Nacional para la Producción y la Vivienda
HIPC	Iniciativa de Países Pobres Altamente Endeudados, en inglés

RESUMEN EJECUTIVO

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, más que se duplicó el flujo alcanzado en 1996 hasta alcanzar los US\$1,375 millones. Este fuerte aumento de los flujos de capitales y remesas, en buena medida, se pueden explicar por las ayudas y préstamos del exterior recibidos, luego del desastre que ocasionara el huracán Mitch, la solidaridad de los hondureños en el exterior así como 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 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 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 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 para 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 papeles 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 papeles públicos constituyen un piso para las tasas de interés pasivas que pagan los bancos. En la medida de 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 de devaluación. 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.

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 sobre las tasas en moneda extranjera. Las tasas que paga el BCH, aunque son en lempiras, su equivalente en dólares es muy superior a la tasa 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, el BCH lo cubre con el encaje.

Los controles de cambio que aplicó Honduras durante todos estos años ayudaron 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 estuvo, primero, forzado por el ingreso de capitales y, más 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 han atravesado muchos países de 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.

Para evitar la monetización de los ingresos de capitales, se puede utilizar un sistema de 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 cual 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 en el mercado hondureño tiene la ventaja de ampliar el menú de opciones de inversión a los inversores nacionales y extranjeros, y los flujos externos se podrían canalizar en la compra de bonos en dólares, evitando así su monetización. No debe desconocerse el hecho de 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, quien 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 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, estos papeles sin duda ayudarán a mantener la estabilidad de los recursos del sistema financiero.

En este contexto la *introducción de un instrumento en moneda extranjera en el momento actual* tendrá las ventajas siguientes:

A. Complementar el conjunto actual de instrumentos a disposición del BCH

Un instrumento en moneda extranjera puede ayudar a la política monetaria para mantener la estabilidad y cumplir con las metas del programa, tanto en lo que se refiere a la oferta monetaria como al nivel de las reservas internacionales.

La colocación de CAM en dólares evita la absorción monetaria a través del mercado de cambios ya sea cuando se tratan de contrarrestar los flujos netos positivos de divisas ya sea cuando el gobierno demanda más dinero del Banco Central. Con un instrumento como éste, se podrán esterilizar los flujos de divisas cuando ingresan al sistema financiero sin necesidad de expandir la oferta monetaria para evitar la sobrevaluación cambiaria y no tener la obligación de vender luego reservas del BCH para evitar que suban los precios en la economía.

Las operaciones de mercado abierto con CAM en dólares permitirán incrementar la posición de reservas internacionales, constituyéndose en un instrumento efectivo para compensar pérdidas “transitorias o estacionales” de reservas internacionales sin necesidad de expandir la oferta monetaria. Este instrumento ayudará al cumplimiento de las metas con el FMI.

B. Reducir el costo de absorción monetaria

La introducción de CAM en dólares puede resultar oportuna en el momento actual tanto por las condiciones macroeconómicas vigentes, como por el grado de madurez del BCH en lo que se refiere a la estabilidad monetaria y el nivel de las reservas internacionales alcanzado que sería deseable de mantener.

Dado que por las condiciones actuales el BCH debió elevar la tasa de interés real para absorber la liquidez excedente en el mercado, el mantenimiento del nivel actual de reservas internacionales en un contexto de mayor gasto del gobierno, demandaría probablemente aumentos adicionales de las tasas de CAM en lempiras, lo que implicará un mayor costo de absorción para el BCH. Resulta oportuno, en consecuencia, recurrir a un instrumento de esterilización menos costoso. Este punto se detalla más abajo.

C. Contribuir al desarrollo de un mercado de bonos

En el momento actual, el mercado de capitales hondureño tiene un escaso desarrollo. Los inversores depositan fundamentalmente sus ahorros en bancos comerciales y sólo tienen oportunidades de inversión en bonos del Estado que representan el 90 % de las operaciones de las bolsas de valores. Los papeles disponibles son fundamentalmente CAM del BCH en lempiras. Se pudo detectar en las entrevistas, un elevado interés tanto de los operadores en las bolsas de valores como en los bancos, por un instrumento que les permita ampliar sus opciones de inversión y que pueda ser utilizado como instrumento para cubrir las inversiones obligatorias de los bancos por los depósitos en moneda extranjera.

Debido a la elevada morosidad de las carteras, los bancos prefieren no colocar a clientes y, en cambio, invertir en CAM. Como consecuencia de esto y debido a las escasas oportunidades para colocar sus fondos, los bancos redujeron su demanda de depósitos del público, lo que repercutió en una baja de las tasas de interés pasivas e indujo al público y a instituciones como las de previsión social y Hondutel a reorientar sus inversiones a la compra de CAM del BCH y a certificados de depósitos en moneda extranjera de los bancos.

La incorporación de un bono en dólares permitirá ofrecer un menú más amplio de alternativas a los inversores hondureños y contribuir al desarrollo del mercado de capitales. Los bancos podrán no sólo invertir en instrumentos en moneda extranjera sino que podrán ofrecer a sus clientes de banca privada un instrumento con garantía del Estado hondureño. A este aspecto se hace referencia más adelante.

Asimismo, y en la medida de que los inversores puedan tener opciones para invertir en moneda extranjera en su propio país con garantía estatal, será un instrumento muy útil para enfrentar los flujos tanto positivos como negativos de capitales.

Pero la incorporación de un CAM en dólares *será un primer paso importante para la creación de un mercado de bonos* a plazos más largos que los que existen actualmente. El hecho de eliminar el riesgo de cambio permitirá al BCH prolongar los plazos de los CAM, lo que luego se podrá extender a otros bonos del gobierno. El BCH goza de mucha credibilidad en el mercado, lo que podrá favorecer la formalización de un mercado de bonos en moneda extranjera.

La meta de incorporar bonos a plazos más largos del Estado – por ejemplo a través de Fonaprovi -- ayudará al establecimiento de una *“curva de rendimiento”* lo que favorecerá al mercado secundario de este tipo de bonos y a la conformación de un mercado de bonos privados, ya que existirá una referencia de base para medir los riesgos corporativos frente al riesgo soberano del Estado hondureño.

La implementación de un instrumento en moneda extranjera permitirá lograr avances importantes en la coordinación de la política monetaria-cambiaria, en el fomento del ahorro del público y en el incipiente desarrollo del mercado de capitales.

- Una correcta implementación de un CAM en dólares, es decir, sin ningún tipo de restricción en las subastas, permitirá reducir la tasa de interés y estimular la intermediación financiera. Al desaparecer el rendimiento de una colocación “fácil, sin riesgo y a corto plazo” que hoy tienen a disposición los bancos y que produce un “desplazamiento del crédito al sector privado”, los bancos podrían verse inducidos a realizar préstamos de cartera.
- Asimismo, permitirá disminuir la presión sobre el mercado de cambios derivada de la expansión monetaria que realiza el sector público al recurrir a sus depósitos en el BCH. Este podrá evitar vender reservas internacionales para absorber liquidez y mantener el *stock* estable, suavizando las fluctuaciones estacionales y absorbiendo la liquidez excedente.
- El costo de absorción se reducirá considerablemente, lo que permitirá abatir el déficit parafiscal o del BCH.
- Se evita la presión para una sobrevaluación cambiaria cuando ingresan capitales o remesas de hondureños del exterior.
- Se diversificará el menú de opciones a los inversores hondureños, lo que implicará un estímulo al ahorro interno.

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

En la coyuntura actual, 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 han atravesado 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.

A. Ventajas de introducir un instrumento del gobierno en moneda extranjera

Esta alternativa presenta varias 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 que se deberían pagar 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. Este punto se ilustra con más detalle en la sección siguiente.
- 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 a los inversores domésticos y extranjeros. En este último caso, al ingresar los flujos externos, éstos se podrían canalizar para 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. El que haya 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, 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 doméstica a 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, siempre que 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 a la creación de este tipo de instrumento de la manera siguiente:

- Que el BCH estaría endeudándose en dólares y que esto podría aumentar el déficit ante una eventual devaluación del lempira. Sin embargo, primero, este endeudamiento no es diferente del que actualmente incurre el BCH con los encajes en moneda extranjera de los bancos, es decir, con residentes. Es el mismo tipo de riesgo. Segundo, 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 a las instituciones de intermediación financiera, la posición neta en moneda extranjera no cambia y sería equivalente a realizar un *swap* (intercambio) de monedas que consiste en comprar dólares en el presente a cambio de vender dólares en el futuro. Si el BCH no llegara a contar con dólares en el futuro, entonces el gobierno incurriría en *default* (morosidad). Sin embargo, este argumento no es válido en tanto 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, depositando 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 como 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 a corto plazo con no residentes.

SECCIÓN II: CONSIDERACIONES PARA LA IMPLEMENTACIÓN DE CAM EN DÓLARES

A. Oportunidad

Las condiciones macroeconómicas de Honduras comenzaron a cambiar desfavorablemente a mediados del año 2000. Las cuentas fiscales se deterioraron por un mayor gasto de capital derivado de la reconstrucción, lo que derivó en una mayor presión sobre las reservas internacionales del BCH y de la tasa de interés real.

La oferta monetaria debe expandirse por encima de las metas del programa y la autoridad monetaria debe absorber liquidez presionando sobre la tasa de interés real. Por otro lado, la caída de los precios internacionales redujo la oferta de divisas que, junto a una mayor demanda de importaciones – aumentó del precio del petróleo y los gastos de reconstrucción -- presionan al BCH para acelerar la tasa de devaluación, vender reservas internacionales o elevar la tasa de interés de los CAM.

Por último, la falta de credibilidad en la estabilidad monetaria y el aumento de la morosidad de las carteras bancarias no permiten reducir más rápidamente las tasas de interés y los *spreads* y aumenta la desintermediación financiera. En estas condiciones, resulta más difícil la reactivación de la demanda agregada.

Como fue analizado en otro documento, Honduras enfrenta en la actualidad un dilema en su política macroeconómica derivada de la impostergable necesidad de aumentar el gasto público para reconstituir el *stock* de capital de la economía después del huracán y de la necesidad de ajustar sus precios relativos ante la pérdida de competitividad de sus sectores exportables, lo que podría atentar contra la estabilización económica lograda en los últimos años.

Por último, el programa financiero con el FMI establece como meta un *stock* de reservas internacionales del BCH equivalente a cuatro meses de importaciones. En la medida en que parte del *stock* de reservas del BCH había aumentado transitoriamente por el fuerte contingente de donaciones recibidas luego del huracán Mitch, dicha meta se cumplió sin problemas en el año 2000. Sin embargo, el mayor gasto del gobierno a lo largo del año 2001 derivará en una disminución del nivel de reservas que no permita cumplir probablemente con la meta aludida.

En este contexto las ventajas de *introducir un instrumento en moneda extranjera en el momento actual* se puede analizar desde diferentes ángulos, tales como:

A. Complementar el conjunto actual de instrumentos a disposición del BCH

Un instrumento en moneda extranjera puede ayudar a la política monetaria para mantener la estabilidad y cumplir con las metas del programa, tanto en lo que se refiere a la oferta monetaria como al nivel de las reservas internacionales.

La colocación de CAM en dólares evita la absorción monetaria a través del mercado de cambios ya sea cuando se tratan de contrarrestar los flujos netos positivos de divisas como cuando el gobierno demanda más dinero del banco central. Con un instrumento como éste, se podrán esterilizar los flujos de divisas cuando ingresan al sistema financiero sin necesidad de expandir la oferta monetaria para evitar la sobrevaluación cambiaria y no tener la obligación de vender luego reservas del BCH para evitar que suban los precios en la economía.

Las operaciones de mercado abierto con CAM en dólares permitirán incrementar la posición de reservas internacionales, constituyéndose en un instrumento efectivo para compensar pérdidas “transitorias o estacionales” de reservas internacionales sin necesidad de expandir la oferta monetaria. Este instrumento ayudará al cumplimiento de las metas con el FMI.

B. Reducir el costo de absorción monetaria

La introducción de CAM en dólares puede resultar oportuna en el momento actual, debido tanto por las condiciones macroeconómicas vigentes, como por el grado de madurez del BCH en lo que se refiere a la estabilidad monetaria y el nivel de las reservas internacionales alcanzado, que sería deseable de mantener.

Dado a que por las condiciones actuales, el BCH debió elevar la tasa de interés real para absorber la liquidez excedente en el mercado, el mantenimiento del nivel actual de reservas internacionales en un contexto de mayor gasto del gobierno, demandaría probablemente aumentos adicionales de las tasas de CAM en lempiras, lo que implicará un mayor costo de absorción para el BCH. Resulta oportuno, en consecuencia, recurrir a un instrumento de esterilización menos costoso. Este punto se detalla más adelante.

C. Contribuir al desarrollo de un mercado de bonos

En el momento actual, el mercado de capitales hondureño tiene un escaso desarrollo. Los inversores depositan fundamentalmente sus ahorros en bancos comerciales y sólo tienen oportunidades de inversión en bonos del Estado que representan el 90 % de las operaciones de las bolsas de valores. Los bonos disponibles son fundamentalmente CAM del BCH en lempiras. Se pudo detectar en las entrevistas, un elevado interés tanto de los operadores de las bolsas de valores como de los bancos, por un instrumento que les permita ampliar sus opciones de inversión y que pueda ser utilizado como instrumento para cubrir las inversiones obligatorias de los bancos por los depósitos en moneda extranjera.

Debido a la elevada morosidad de las carteras, los bancos prefieren no colocar a clientes y en cambio, invertir en CAM. Como consecuencia y debido a las escasas oportunidades para colocar sus fondos, los bancos redujeron su demanda de depósitos del público, lo que repercutió en una bajada de las tasas de interés pasivas e indujo al público y a instituciones como las de previsión social y Hondutel a reorientar sus inversiones en la compra de CAM del BCH y a certificados de depósitos en moneda extranjera de los bancos.

Paralelamente, existe un mercado de “reportos” que consisten en ventas con pacto de recompra de bonos a 45 días destinados a mejorar la liquidez del tenedor, pero que también se trata de operaciones en lempiras y a plazos cortos.

La incorporación de un bono en dólares permitirá ofrecer un menú más amplio de alternativas a los inversores hondureños y contribuir al desarrollo del mercado de capitales. Los bancos podrán no sólo invertir en instrumentos en moneda extranjera sino ofrecer a sus clientes de banca privada un instrumento con garantía del estado hondureño. A este aspecto se hace referencia más adelante. Asimismo, y en la medida de que los inversores puedan tener opciones para invertir en moneda extranjera en su propio país con garantía estatal, será un instrumento muy útil para enfrentar los flujos tanto positivos como negativos de capitales.

Pero la incorporación de un CAM en dólares *un primer paso importante será la creación de un mercado de bonos* a plazos más largos que los que existen actualmente. El hecho de eliminar el riesgo de cambio permitirá al BCH prolongar los plazos de los CAM, lo que luego se podrá extender a otros bonos del gobierno. El BCH goza de mucha credibilidad en el mercado, lo que podrá favorecer la formalización de un mercado de bonos en moneda extranjera.

La meta de incorporar bonos del Estado a plazos más largos – por ejemplo a través de Fonaprovi -- ayudará al establecimiento de una “*curva de rendimiento*” lo que favorecerá el mercado secundario de este tipo de bonos y a la conformación de un mercado de bonos privados, ya que existirá una referencia de base para medir los riesgos corporativos frente al riesgo soberano del Estado hondureño.

B. Costo de absorción frente a beneficios para los bancos

El costo de absorción monetaria es mayor colocando CAM en lempiras, debido al riesgo de cambio. El siguiente ejemplo ilustra el costo en términos de tasa de interés y de valores corrientes, observándose una significativa disminución del costo de absorción cuando se colocan los CAM en dólares. Las tasas utilizadas en el cálculo son las vigentes a fin del mes de abril.

B1. Costo de absorción CAM en lempiras

- CAM a 90 días: 14 % anual
- Devaluación: 4 % anual
- Tasa externa: 3,5 % anual
- Costo neto : $14 - 4 - 3,5 = 6,5$ % anual
- Stock actual de CAM: 7.800 millones de lempiras
- Costo anual: $6,5$ % S/ 7.800 millones de lempiras = 507 millones de lempiras, equivalente a US\$ 33 millones

El costo de absorber liquidez constituye una pérdida para el BCH y tiene como contrapartida un importante ingreso por rendimientos de inversiones para los bancos. Los bancos mantienen

CAM en lempiras en su cartera, tanto para cubrir sus necesidades de inversiones obligatorias con el BCH como para invertir sus reservas voluntarias. Los ingresos recibidos por el sistema bancario en concepto de intereses rondan aproximadamente *el 10 % del capital y reservas de todo el sistema.*

Este ingreso tan importante para los bancos crea un desestímulo para prestar al sector privado, ya que sin riesgo se obtiene un retorno del 10% sobre el capital. Éste es un argumento importante para explicar por qué existe un efecto de desplazamiento del sector privado en el acceso al crédito (*crowding out*)

B2. Costo de Absorción con CAM en Dólares

- CAM a 90 días: 5,5 % (200 puntos riesgo país)
- Tasa externa: 3,5 %
- Costo neto: 2,0 %
- Costo annual: 2% S/ US\$ 510 millones (7.800 mill de lempiras/15,3)
= US\$ 10,2 millones

- *¿De qué orden deberá ser la tasa de los CAM?*

De acuerdo con las consultas con bancos de plaza, el BCH tendrá que competir por los fondos con el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE), que paga una tasa de interés por encima de la tasa externa y, además, están *exentos del impuesto a la renta.*

Partiendo de una tasa del 4 % que pagara el BCIE, la exoneración del impuesto a la renta – equivalente al 25 % -- la eleva al 5,3 %. El BCH podría competir con el BCIE, colocando CAM en dólares a 90 días a una tasa del orden del 5,5 %.

Esta tasa puede considerarse aceptable tanto para los bancos, para el público y para los inversores institucionales.

Considerando que los inversores particulares pueden acceder a una tasa del 4,5 % para depósitos del orden de 20.000 dólares a 90 días de plazo y del 5,6 % para depósitos superiores a 100.000 dólares al mismo plazo, una tasa en CAM del 5,5 % puede resultar razonable para atraer tanto inversores particulares como institucionales.

- *¿Qué tan beneficioso les podría resultar a los bancos un instrumento en dólares?*

El costo de absorción para el BCH con un CAM en dólares se puede reducir a la tercera parte de lo que le cuesta esterilizar con lempiras. Pero este cambio de instrumento tendrá como contrapartida una disminución del beneficio de los bancos por los rendimientos en inversiones de bonos públicos. En la medida en que las inversiones en bonos del BCH se hagan menos atractivas, las instituciones bancarias deberán recurrir a otras alternativas de inversión. Éste cambio podría inducirles a colocar préstamos en el sector privado, una alternativa que ha sido

dejada un poco de lado últimamente efecto de *crowding-in*, aunque, por supuesto, también les resultará atractivo colocar CAM en dólares.

En la medida en que se permita a los bancos emplear los *CAM en dólares para cubrir las inversiones obligatorias* que hoy deben mantener en bancos del exterior por un equivalente al 38% de los depósitos del público en moneda extranjera, se verán doblemente beneficiados.

En primer lugar, recibirán un premio de 200 puntos básicos sobre la tasa que paga un banco de primera línea en el exterior, pero en este caso tendrá la garantía del Estado. En segundo lugar, precisamente por ser bonos del BCH, la ponderación de riesgo de los CAM es sólo del 10% frente al 50 % con que se ponderan los depósitos en bancos del exterior. Esto significa una economía de recursos por la reducción del riesgo ponderado de los activos del banco que le reducirá los requerimientos de capital de acuerdo con los criterios de Basilea y de la Comisión Nacional de Valores.

B3. Costo de absorción con venta de reservas internacionales

El BCH ha venido absorbiendo liquidez por medio de la venta de reservas internacionales. Este tipo operaciones por las cuales simplemente el BCH vende dólares en el mercado solamente le implica el *costo de oportunidad de los intereses que esas reservas ganan en el exterior*.

De acuerdo con la información del departamento internacional, el BCH gana un 3,5 % sobre sus reservas. Esto significa que el BCH pierde más esterilizando liquidez por medio de la venta de reservas que si colocara CAM en dólares, donde el costo neto es del 2 % anual.

Considerando que el BCH debería buscar minimizar los costos de absorción monetaria, la alternativa de colocar CAM en dólares, además de considerarse oportuna por las razones citadas, sería la de menor costo para el BCH.

C. Características que podrían tener los CAM en Dólares

C1. Plazo

Históricamente no ha existido credibilidad suficiente en colocaciones a plazos largos, aún en moneda extranjera. Los Bonos de Caja autorizados por el BCH para que los bancos puedan colocar a largo plazo a exportadores no funcionaron adecuadamente debido a las restricciones que implicaban.

El mercado financiero de Honduras opera en la actualidad a plazos predominantemente de 90 días, debido a que, como la mayoría de las colocaciones son en moneda nacional, la incertidumbre cambiaria no permite colocaciones a plazos más largos. Esta limitación, sin embargo, dejaría de ser válida en el caso de un instrumento en dólares del BCH, ya que el riesgo de cambio desaparece y el riesgo soberano es mínimo. Los certificados en dólares podrían emitirse inicialmente a 90, 180 y 360 días. Estos plazos podrán alargarse a medida de que se logren afianzar la confianza en este mercado. El objetivo debería ser llegar a establecer

una “curva de rendimiento”² que sirva de comparación para otros títulos de valores que tanto el gobierno como el sector privado pudieran ofrecer al mercado en el futuro.

C2. Subastas y restricciones para no residentes

La colocación de CAM se podrá llevar a cabo por medio de subastas con características similares a las que se realizan para la colocación de CAM en lempiras. Los potenciales compradores podrán adquirir los CAM en dólares, ya sea depositando lempiras o depositando dólares. En el primer caso, el BCH realiza una operación de venta de moneda extranjera simultáneo al depósito en moneda extranjera que realiza el banco o la institución compradora. En el segundo caso, el comprador debió adquirir los dólares en el mercado previamente.

En el marco del programa HIPIC, a Honduras *no le está permitido colocar deuda en moneda extranjera a no residentes* durante los próximos 15 años. Esta limitación, que no permite colocar CAM en dólares a no residentes, no impide colocar a residentes.

La operación consistirá en lo siguiente. El BCH hará la emisión de los CAM en dólares que se asienta en los libros y se venden luego en subastas y se entregan certificados de custodia nominativos. De acuerdo con las actuales normas del Impuesto a la Renta, los inversores no residentes tributan con un 5 % en vez de un 10% sobre los intereses. Este es un motivo suficiente para que un inversor no residente se identifique como tal y, en ese momento, se le informará que no puede adquirir CAM en dólares.

Sin embargo, el origen del inversor no se conoce cuando las compras se hacen a través de la bolsa de valores. El BCH otorga un certificado macro a la bolsa y ésta emite después los certificados de custodia a cada inversor. En ese momento se determina la procedencia del inversor. El BCH puede requerir la información de la Bolsa de Valores para constatar que la colocación de los certificados en dólares se emitieron para no residentes.

C3. Inversiones obligatorias por depósitos en dólares

Actualmente se deben mantener depositados en bancos extranjeros de primera línea un 38 % de los depósitos recibidos del público en moneda extranjera.

Los CAM en dólares, por ser un instrumento con garantía del Estado, *deberían admitirse como inversiones obligatorias* para cubrir los requisitos que imponen las actuales regulaciones de encaje para depósitos en moneda extranjera. Esto le otorgaría ventajas a los bancos que podrían compensar parte de los beneficios que dejarían de percibir, por menores inversiones en CAM en lempiras, al colocarse este nuevo instrumento.

2 Una curva de rendimiento muestra la relación entre el plazo de bonos de la misma clase de riesgo y el rendimiento de esos bonos

C4. Colocación a valor nominal y no a descuento

La colocación de este tipo de instrumento al público apunta a fomentar el ahorro hondureño y al desarrollo de un mercado de bonos. Las características de los CAM en dólares deberían responder en consecuencia a las preferencias del mercado. Por excluir el riesgo de cambio, este tipo de bonos en moneda extranjera podría ser diferente a los CAM en lempiras.

De acuerdo con la opinión de algunos operadores, el público está más interesado en bonos a plazos más largos que devenguen cupones con una tasa de interés fija.

Por ejemplo, podrían emitirse CAM a plazos cortos sin cupones – destinados a los bancos por ejemplo -- y a plazos de 360 días con cupones trimestrales o mensuales, destinados al público en general y a los inversores institucionales.

D. Programa monetario y operaciones de mercado abierto en lempiras y en dólares

El programa monetario hasta el momento sólo considera instrumentos de esterilización en lempiras, por lo que, de aceptarse esta propuesta, debería incluirse 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 balanza de pagos del programa, de las necesidades de moneda extranjera del sector público, nivel de la deuda a corto plazo, etc.

El *resultado del sector público* así como la composición de sus ingresos y gastos por monedas son variables muy importantes para el manejo de la política económica, debido a los efectos que producen sobre distintos aspectos de la economía. El resultado global del sector público afecta distintos mercados y variables macro, como los mercados cambiario y de dinero, la acumulación de reservas por parte del BCH, siendo además una variable clave en la formación de las expectativas de los agentes económicos.

En el caso de una economía donde existe una doble moneda como es el caso de Honduras, el *resultado fiscal discriminado por moneda* (lempiras y dólares) tiene un impacto diferente sobre el mercado de cambios y dinero. En efecto, el resultado en lempiras del sector público es uno de los determinantes de la liquidez del mercado monetario, que determina, a su vez, las compras y ventas por parte del sector privado.

Por otra parte, el resultado en dólares del sector público determina cuanta moneda extranjera debe comprar o vender. Al hacer estas operaciones a través del BCH, provoca un impacto directo sobre la acumulación de reservas internacionales y sobre el nivel del tipo de cambio.

El resultado por moneda del sector público provoca efectos diferentes en los mercados, por lo que es imprescindible *desagregar una estimación en lempiras y dólares*. Esta discriminación es un elemento central para el control del programa monetario, pues contribuye a explicar la evolución de la liquidez en el mercado monetario, el comportamiento del tipo de cambio y la acumulación de reservas en el BCH.

La introducción de un instrumento de esterilización en moneda extranjera conllevará seguramente a un *aumento en el grado de flotación cambiaria*. Esto hace necesario que, para el manejo de las operaciones de mercado abierto, el BCH conozca el *comportamiento intramensual de la liquidez* para determinar los montos óptimos a esterilizar en lempiras y dólares, tomando en cuenta el costo marginal de la esterilización en cada moneda y minimizar la volatilidad del tipo de cambio.

Las operaciones de mercado abierto conducidas con base en las “*dutch auction*”, como las que suele realizar el BCH, permiten conocer la relación entre demanda de liquidez – en dólares o lempiras – y las tasas de interés. El BCH dispondrá de la información de la demanda de CAM a través de las propuestas que se presenten en cada subasta, lo que permitirá conocer el costo marginal de absorción en dólares y lempiras, respectivamente.

La decisión de cuanto absorber en cada moneda deberá ser coordinada con base en estos elementos entre el comité de operaciones de mercado abierto y el Departamento de Estudios Económicos del BCH.

E. Resultados esperados de la implementación de un instrumento en moneda extranjera

La implementación de un instrumento en moneda extranjera permitirá lograr avances importantes en la coordinación de la política monetaria-cambiaria, en el fomento del ahorro del público y en el incipiente desarrollo del mercado de capitales.

- Una correcta implementación de un CAM en dólares, es decir, sin ningún tipo de restricción en las subastas, permitirá reducir la tasa de interés y estimular la intermediación financiera. Al desaparecer el rendimiento de una colocación “fácil, sin riesgo y a corto plazo” que hoy tienen a disposición los bancos y que produce un “desplazamiento del crédito al sector privado”, los bancos podrían verse inducidos a realizar préstamos de cartera.
- Asimismo, permitirá disminuir la presión sobre el mercado de cambios derivada de la expansión monetaria que realiza el sector público al recurrir a sus depósitos en el BCH. Este podrá evitar vender reservas internacionales para absorber liquidez y mantener el *stock* estable suavizando las fluctuaciones estacionales absorbiendo la liquidez excedente.
- El costo de absorción se reducirá considerablemente lo que permitirá abatir el déficit parafiscal o del BCH.
- Se evita la presión para una sobrevaluación cambiaria cuando ingresan capitales o remesas de hondureños del exterior.
- Se diversificará el menú de opciones a los inversores hondureños, lo que implicará un estímulo al ahorro interno.