

Proyecto: Políticas Económicas y Productividad (PEP)
Nombre del Informe: Flujos de Capital, Política Fiscal y Competitividad
No. del Contrato: 522-C-00-00-00203-00
No. del Proyecto: 522-0395 (PROPEP)
Presentado por: PEP Project Chemonics International Inc. , Edificio PALIC, Tercer Piso, Avenida República de Chile, Colonia Palmira, Tegucigalpa, Honduras
Telefono: (202) 955-3300
Contacto: Christian Kolar, Project Manager

Correo Electrónico: ckolar@chemonics.net

TABLA DE CONTENIDOS

SECCION I	INTRODUCCION	1
SECCION II	LA MEDICION DEL TIPO REAL DE CAMBIO Y SU EVOLUCION RECIENTE	2
SECCION III	POR QUE SE APRECIO EL TIPO DE CAMBIO EN LOS ULTIMOS CUATRO AÑOS	4
	A. Las Transparencias y Flujos de Capital	4
	B. El Aumento del Gasto de Gobierno	5
	C. Costo Laboral Unitario y Productividad	6
	D. La Descoordinación de las Políticas Macroeconómicas	7
SECCION IV	EL ROL DE LAS POLITICAS MONETARIAS Y FISCALES PARA RESTABLECER LA COMPETITIVIDAD	9
	A. Tipo de Cambio Desalineado con el Gasto Público	10
SECCION V	El Comportamiento de las Reservas Internacionales	13

SECCION I

Introducción

Honduras enfrenta en la actualidad un dilema en su política macroeconómica derivada de la imposterizable necesidad de aumentar el gasto público para reconstituir el stock de capital de la economía luego del huracán y de la necesidad de ajustar sus precios relativos ante la pérdida de competitividad de sus sectores exportables, lo cual podría atentar contra la estabilización económica lograda en los últimos años.

Honduras logró bajar la inflación desde un 29,5% en 1995 a sólo un 10% en el año 2000, con base a una política de “crawling peg” para su tipo de cambio procurando mantener una estricta disciplina monetaria con base a la no expansión del crédito doméstico y en la esterilización de los enormes flujos de capital y remesas de hondureños del exterior¹. Adicionalmente y a raíz del huracán Mitch, Honduras recibió importantes donaciones y ayudas del exterior, para compensar por las pérdidas sufridas destinadas a la reconstrucción de la infraestructura que fuera dañada por el huracán. La economía debió soportar en consecuencia dos shocks. Primero la destrucción del capital físico de la economía y luego la entrada de enormes flujos de asistencia del exterior. En este contexto, Honduras mantuvo su política cambiaria y monetaria dentro de un programa con el FMI que se cumplió en todas sus metas cuantitativas hasta fines del 2000 y que constituye el marco para la reducción de la deuda externa de Honduras dentro de la estrategia HIPC.

Ambos shocks provocaron importantes distorsiones en la estructura productiva y en los precios relativos, particularmente en el tipo real de cambio y en el ingreso del sector agrícola. La aplicación de una política monetaria restrictiva en el contexto de fuertes flujos de capitales, remesas y donaciones con aumento del gasto público, derivó en una considerable apreciación del tipo de cambio, que coincidiendo con una caída de términos de intercambio, indujo a: (i) una crisis de sobreendeudamiento privado y (ii) una fuerte recesión en los sectores transables tradicionales de la economía hondureña. Las críticas a la política cambiaria y las presiones para una devaluación más acelerada del lempira, surgen inmediatamente tanto desde los sectores productivos como desde los organismos que supervisan la conducción económica del gobierno.

El siguiente informe analiza una cuestión fundamental relativa al impacto sobre el tipo real de cambio de crecientes niveles de inversión y gasto públicos. En dicho contexto se discute la capacidad de la políticas cambiaria-monetaria y fiscal para revertir las tendencias señaladas. Por último se analiza el nivel de las reservas internacionales del BCH y las alternativas para mantener un stock de seguridad de acuerdo a los requerimientos del FMI.

¹ J.C.Protasi “Flujos de capitales y alternativas de políticas monetarias del Banco Central de Honduras” Abril 2001

SECCION II

La medición del tipo real de cambio y su evolución reciente

El *tipo real de cambio* es por definición el precio relativo de los bienes transables (T) en relación a los bienes no transables (NT). Considerando que los precios de los bienes *transables* son iguales en todas partes, su nivel resultará en cada país, proporcional al tipo de cambio. (paridad de poderes de compra) . En cambio, el precio de los bienes *no transables* dependerá del nivel de salarios del país y de la productividad laboral en los sectores no transables. En virtud de que los bienes no transables son trabajo intensivos, su productividad laboral suele ser inferior a la de los sectores transables y el nivel de los salarios en dichos sectores resulta en consecuencia crucial en la determinación del tipo real de cambio.

En lo que refiere a los sectores transables, como estos compiten internacionalesmente, el nivel salarial dependerá básicamente de la productividad laboral, pues de lo contrario, quedarían fuera del mercado internacional. El nivel salarial en los sectores transables suele ser mayor – debido a una productividad más alta -- que en los sectores no transables. Sin embargo, en estos últimos se pretenden tomar como referencia los salarios de los primeros con independencia de su productividad. Tal es el caso de los empleados del gobierno donde el riesgo de desempleo es cero, profesionales, etc. La capacidad de elevar los salarios en los sectores no transables, dependerá del nivel de la demanda de bienes no transables, del poder sindical en dichos sectores y de la responsabilidad fiscal de los gobernantes de turno.

Una medida alternativa de los precios relativos TNT para medir el tipo real de cambio, es el *costo laboral unitario*. Este se define como el cociente entre los salarios medidos en dólares y la productividad laboral.

Por último, el tipo real de cambio también suele medirse por el *tipo de cambio de paridad* -- relación de precios domésticos medidos en dólares en el país con relación a los socios comerciales y a los competidores mundiales en los mercados de destino de las exportaciones. Esta última es la medida empleada por el Departamento de Estudios Económicos del BCH y también del FMI.

A continuación se muestra la evolución del tipo real de cambio según las diferentes medidas de competitividad.

En primer lugar mostramos la evolución de los precios relativos TNT en el gráfico 1. Hasta fines de 1999 el tipo de cambio se apreció en un 15 % como consecuencia de un aumento mayor en los precios de bienes no transables que en los transables, al que habría que agregar un 5 % adicional en el año 2000².

² Proyecto PEP, series elaboradas por César Gonzáles

SECCION III

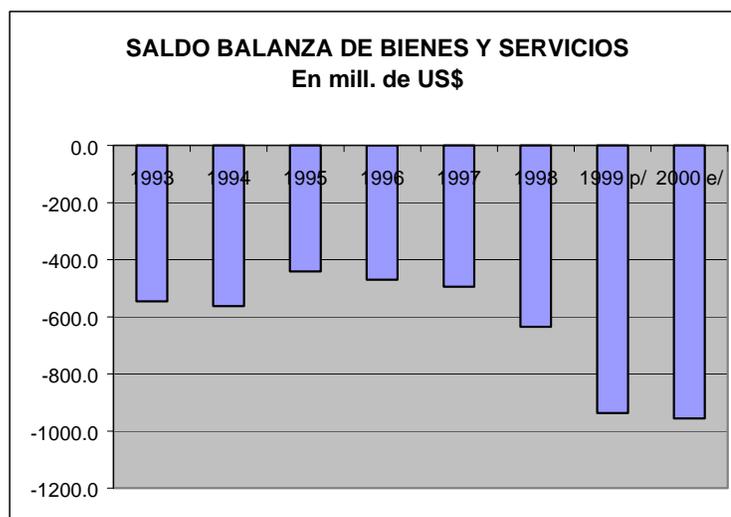
¿Por qué se apreció el tipo de cambio en los últimos cuatro años?

La caída del tipo de cambio real en los últimos años, es un proceso que se puede atribuir a factores tanto internos como externos de la economía hondureña que afectan a las *variables reales* macroeconómicas a las que el tipo real de cambio está relacionada.

En lo interno, las políticas del gobierno en las diferentes áreas estuvieron asociados a la presión para contrarrestar los efectos del Mitch en cuanto a caída de los ingresos y destrucción del capital físico de la economía, así como, al deterioro de las condiciones sociales de los hondureños, que derivaron en *medidas de fuerte impacto fiscal negativo* por el aumento del gasto público, en su mayoría bienes no transables, y que por contribuir al aumento de sus precios en el marco de una política cambiaria de crawling peg irremediamente afectaron la competitividad en los sectores exportables. Este punto se discute más abajo.

A. Las Transferencias y Flujos de Capital

Es sabido que Honduras recibió fuertes ingresos de divisas del exterior en estos últimos años y que los mismos estuvieron relacionados a remesas de hondureños, ingresos de capitales y ayudas de donantes y países amigos -- estas últimas en compensación por el desastre de huracán. Estos ingresos de capitales y transferencias resultaron en *expansiones del gasto interno mayores a los aumentos de la producción* que provocaron aumentos en los precios de no transables y déficits de la cuenta corriente. El déficit de la balanza de Bienes y Servicios trepó a cerca de US\$ 1000 millones a fines del 2000.



Por su parte los precios al consumo de bienes No Transables registraron incrementos muy superiores al promedio general. Mientras el nivel general de precios al consumidor aumentó 40,9 % entre enero de 1997 y diciembre de 2000, el rubro Salud se incrementó 73,5 %, el Transporte lo hizo en 61,5 % y la Educación aumentó 71,5 %. El tipo de cambio en tanto sólo aumentó 17,6 % en el mismo lapso. La sobrevaluación cambiaria se produjo no sólo con respecto a EE.UU sino con respecto a todos los socios centroamericanos.

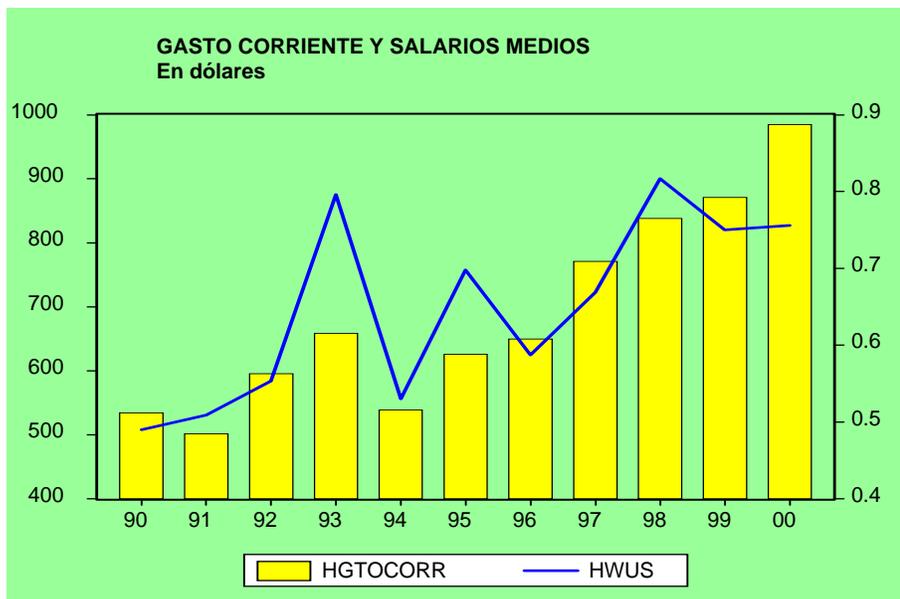
B. El Aumento del Gasto del Gobierno

Paralelamente al ingreso de capitales, el gobierno incrementó considerablemente el gasto público desde 1997 en adelante. Como se desprende del Cuadro siguiente este aumento no se puede atribuir exclusivamente a los mayores gastos derivados del huracán. El gobierno aumentó el gasto público en gastos corrientes y en gastos de capital. Considerando que los gastos de capital se financiaron con préstamos y donaciones del exterior, se podría deducir (a) que el aumento de los gastos corrientes -- por 5.472 millones de lempiras en tres años -- absorbió íntegramente el aumento de los ingresos tributarios -- por 5.645 millones de lempiras en el mismo período y que (b) el aumento del déficit público fue prácticamente del mismo orden que el aumento de los gastos de capital. Aunque el dinero por su naturaleza es fungible y no se puede saber donde se aplican los recursos, la contabilidad permite identificar que el gobierno canalizó el aumento de sus recursos domésticos a incrementos salariales y gastos ordinarios, en tanto que los recursos externos los destinó a aumentar los gastos de capital para reconstituir el stock de capital. A pesar de que el gobierno no habría utilizado recursos externos para pagar salarios, todo parece indicar que se filtró el gasto a otros destinos no justificables por el huracán, particularmente a otorgar aumentos de salarios.

COMPOSICION DEL DEFICIT FISCAL						
	1997	1998	1999	2000	1998-2000 Dif.Post Mitch	PROYECCIÓN 2001
Ingresos Totales	10367,1	13192,2	14957,9	16012,0	5644,9	17937,9
Gastos Totales	13717,7	16424,1	19940,0	22505,6	8787,9	23434,2
Corrientes	10693,3	12345,7	13892,1	16165,5	5472,2	15841,9
Capital	3024,4	4078,4	6047,9	6340,1	3315,7	7592,1
Déficit	3350,6	3231,9	4982,1	6493,6	3143,0	5496,3

Pero el aumento del gasto público corriente no fue resultante del huracán. Como se aprecia en el gráfico siguiente, el gasto corriente parece haber sido impulsado por el aumento de los salarios de la economía. El gasto corriente medido en dólares prácticamente se duplicó en diez años, al igual que lo hicieron los salarios. Estos últimos sin embargo dejaron de aumentar en los dos últimos años. En el mismo gráfico se puede apreciar claramente este hecho, lo cual estaría

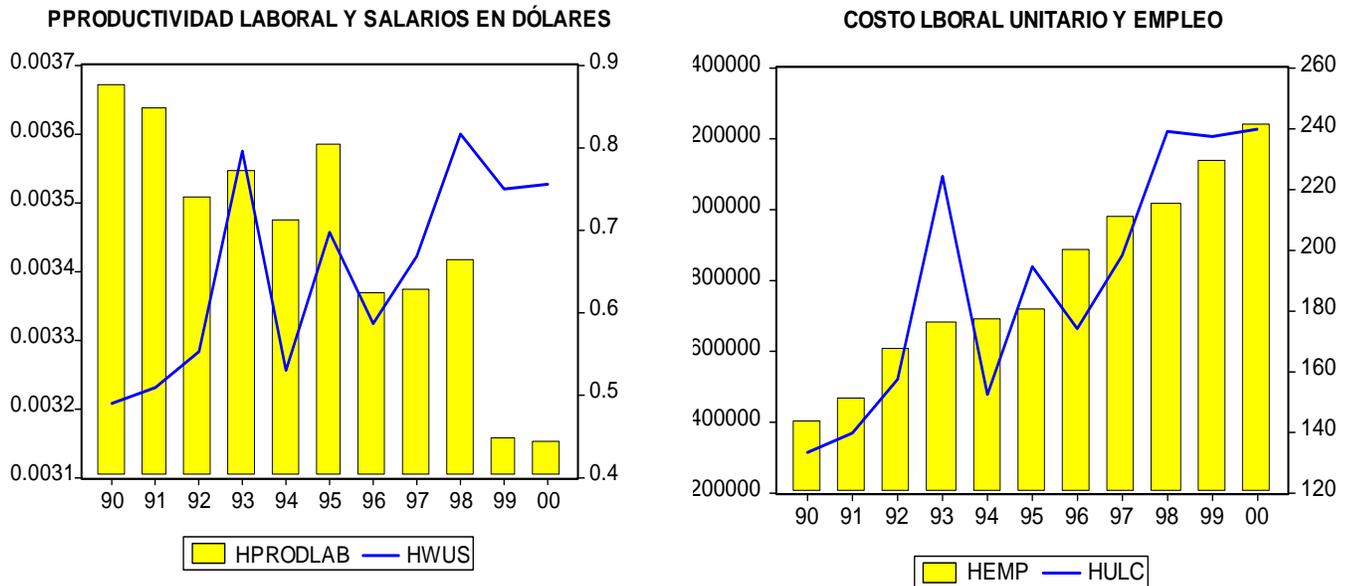
reflejando, que el aumento sostenido del gasto corriente del gobierno estuvo impulsado por el aumento de salarios públicos y bienes no transables cuyo costo está enormemente influido por los salarios. La descoordinación entre las políticas fiscal, salarial y cambiaria, impactó negativamente en el tipo de cambio real, un aspecto al que se hace referencia más abajo.



C. Costo laboral unitario y productividad

El costo laboral unitario, aumentó en el orden de un 71 % en los últimos diez años. Este incremento fue particularmente importante desde 1995 en adelante, ya que en 1994 se produjo una corrección a la baja en los salarios medidos en dólares que los restituyó a los niveles de 1990. Durante 1999 los salarios cayeron y en el año 2000 permanecieron estables, sin embargo el costo laboral unitario aumentó debido a una fuerte caída de productividad. Si bien la disminución de la productividad es algo que ya se había observado con anterioridad, es indudable que el huracán contribuyó a una caída muy pronunciada, que derivó en un aumento del costo laboral unitario del orden del 33 % entre 1997 y 1998. Durante los años siguientes el costo laboral se mantuvo estable, pero a raíz de la aplicación de los estatutos laborales, se puede esperar un fuerte repunte en el año 2001.

El aumento del costo laboral unitario, es una ratificación del comportamiento observado con los otros indicadores de competitividad. La diferencia es que de acuerdo con este indicador la fuerte

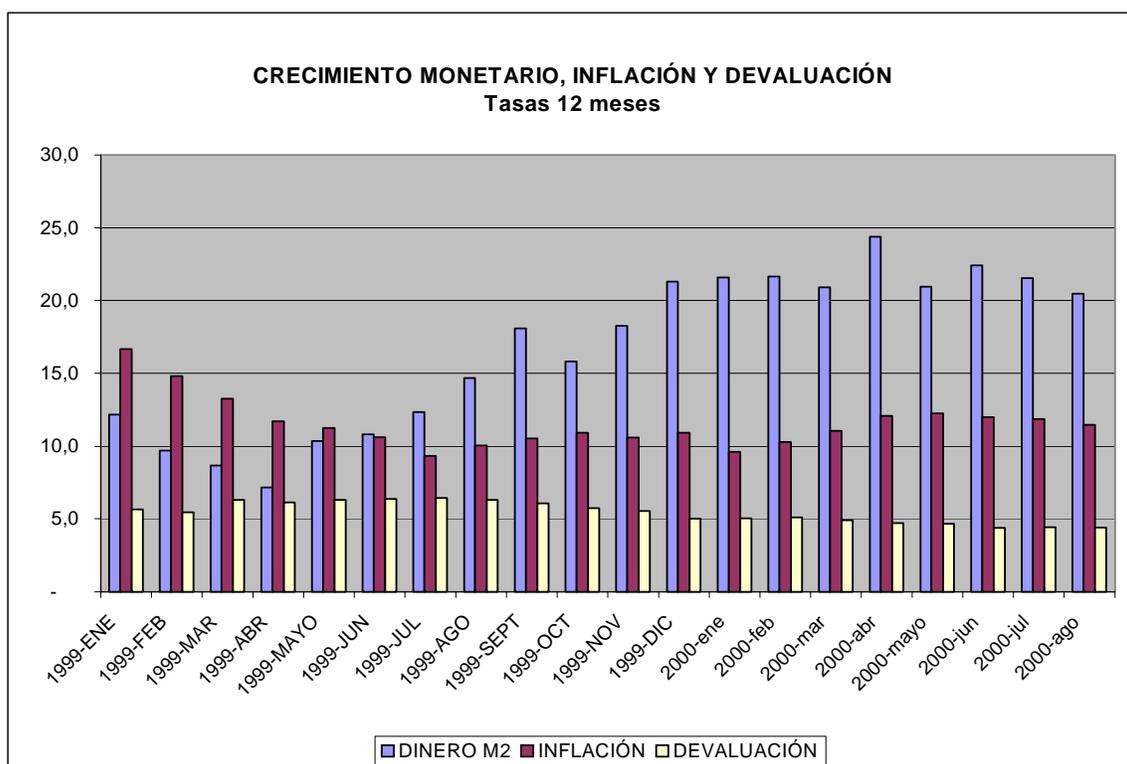


pérdida de competitividad se habría producido entre los años 1997 y 1998, mientras que los índices de tipo de cambio de paridad y precios relativos TNT, continuaron mostrando caídas luego de esos años.

D. La descoordinación de las políticas macroeconómicas

La política de estos últimos años tuvo como pilar fundamental la estabilización económica como vía para reducir la pobreza. Del año 1996 en adelante, las políticas salarial y cambiaria permitieron que los salarios en dólares aumentaran, por la vía de reducir gradualmente la tasa de inflación y devaluación, al tiempo que se permitieron ajustes salariales por encima de los aumentos de su productividad laboral particularmente en el sector de no transables. Este aumento de los salarios permitió mejorar los indicadores de pobreza, a costa de un pérdida de competitividad de los sectores transables. Hoy se plantea la necesidad de restablecer la competitividad para que la economía pueda continuar creciendo y que se generen nuevos puestos de trabajo para continuar reduciendo la pobreza y evitar la emigración de hondureños.

Sin embargo la política macroeconómica, tuvo al menos dos aspectos que no se conciliaron entre sí. Uno tuvo que ver con el *manejo de los flujos de capitales y las transferencias del exterior*, que en la medida de que se trató de evitar su monetización, se esterilizaron los ingresos de divisas mediante operaciones de mercado abierto que implicaron que el tipo de cambio aumentó siempre por detrás de los precios, de la oferta monetaria y de los salarios.



El otro aspecto fue que *la política fiscal fue en la dirección opuesta* a la que hubiera sido necesaria para contrarrestar la expansión de la demanda agregada derivada de los ingresos de capitales. En la medida de que el gasto público aumentó sostenidamente, los precios de los bienes no transables y los salarios encontraron demanda suficiente para elevarse por encima de los aumentos del tipo de cambio. El mayor gasto del estado debió soportarse con aumento de impuestos y tarifas públicas de energía, combustible, comunicaciones, etc. Como se mostró anteriormente esta política fiscal expansiva no puede atribuirse al Mitch.

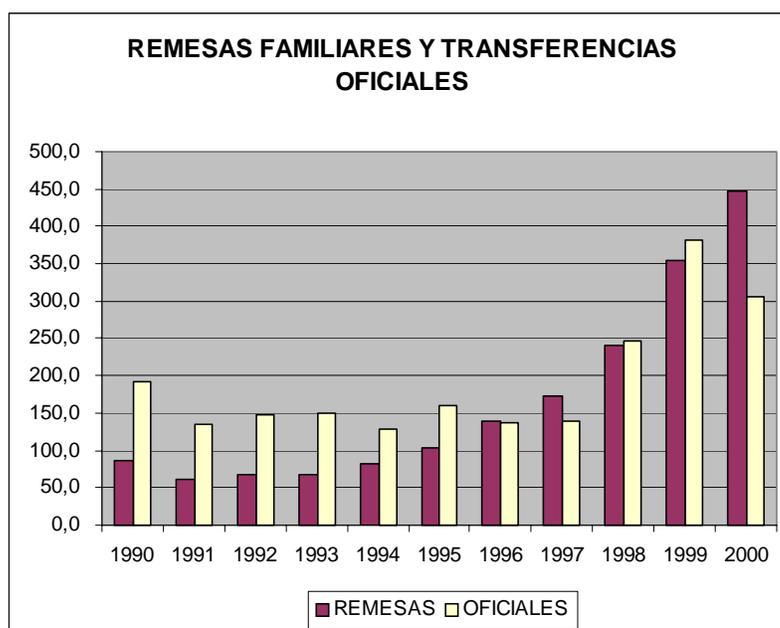
El BCH, fiel a su programa de estabilización, mantuvo una férrea disciplina monetaria, que al no ser acompañada del lado fiscal, derivó en una situación muy comprometida para los sectores exportables y para la propia estrategia de reducción de la pobreza.

SECCION IV

El rol de las políticas monetarias y fiscales para restablecer la competitividad

El desajuste de los precios relativos en Honduras, cuyo origen fue discutido en las secciones previas, *no puede perpetuarse en el futuro*, ya que conllevará a una estructura productiva inconveniente desde el punto de vista de la futura creación de empleos y de la propia distribución del ingreso.

Todo parece indicar que Honduras mantendrá en el futuro una corriente de transferencias privadas por remesas de hondureños en el exterior, que permitirán a los residentes mantener un nivel de gasto por encima de la producción doméstica. Considerando que las transferencias oficiales se reduzcan o aún desaparezcan en los próximos años, los niveles de las transferencias privadas registradas alcanzan a los 450 millones de dólares, lo cual si bien podrían disminuir por la desaceleración económica en EE.UU, no dejarán de llegar al país en cantidades importantes, mientras la confianza persista en el sistema financiero hondureño. Más aun, es probable que Honduras también continúe recibiendo algunas inversiones externas de largo y corto plazo todo lo cual empujará a un mayor gasto de bienes transables y no transables. Ese mayor gasto implicará un permanente déficit en el balance comercial externo y una permanente presión para el aumento de los precios de productos y servicios no transables y la caída del tipo real de cambio.



La pérdida de competitividad no puede verse en consecuencia, como un problema de la política monetaria-cambiaria, sino como un problema de la política fiscal y salarial.

En este contexto es obvio que si no se quiere seguir perdiendo competitividad el gobierno deberá *compensar esos flujos de capital gastando menos* y no gastando más como lo hizo hasta el presente. El Estado debe achicarse para no ahogar con su presión tributaria y tarifas públicas, a los sectores productivos que deben competir internacionalmente tanto en los mercados externos como internos. Una prueba contundente de esta afirmación tiene que ver con el éxito de las actividades de la maquila, en las que con el mismo nivel de tipo de cambio, mantienen un dinamismo exportador, productivo y generador de empleos que contrasta con la realidad del resto del país. La respuesta es sólo una: el tamaño del Estado. La maquila no paga impuestos y eso le permite ser competitiva.

Pero en otro orden es imprescindible revisar las regulaciones en el mercado laboral, para permitir *mayor flexibilidad* y establecer pautas para que los salarios en definitiva se ajusten de acuerdo con la productividad laboral.

A. Tipo de cambio desalineado con el gasto público

Luego de las consideraciones realizadas no parecen caber dudas de que el tipo de cambio se encuentra totalmente desalineado con el nivel del gasto público y con los salarios, lo cual abre ciertas dudas sobre la sostenibilidad de la balanza de pagos en el largo plazo. Sin embargo no puede dejar de considerarse el otro hecho indiscutible en cuanto a que Honduras atrae remesas y capitales del exterior, a los cuales no se les puede impedir su ingreso y que irremediamente presionarán a la apreciación del tipo de cambio a menos que se siga una política fiscal contractiva del lado del gasto público.

Las alternativas para restablecer un nivel del tipo de cambio real que mejore la competitividad de los sectores exportables son básicamente (a) reducción del gasto público, (b) ajuste del costo laboral, (c) desregulación y mayor apertura de la economía (d) devaluación de la moneda.

A1. La Reducción del Gasto Público

Es políticamente muy difícil en cualquier país del mundo y peor en años electorales. Las proyecciones para el año 2001, prevén que el *gasto corriente de funcionamiento* aumente un 11,1 % desde Lp 10.044 mil a Lp 11.181 mil. Considerando una tasa de devaluación del orden del 4 % esto significa un nuevo aumento del gasto real también en el año en curso. Las posibilidades de reducir impuestos y tarifas públicas para restablecer competitividad aparecen en consecuencia como imposibles. Con estas proyecciones, Honduras continuará sacrificando la producción de los sectores transables, lo que derivará en ajustes en el nivel de empleo y salarios como se indica a continuación. La consecuencia será que más hondureños abandonen el país y que envíen luego sus remesas. La riqueza que no se puede generar en el país por el excesivo tamaño del Estado, se genera afuera. Este modelo no parece ser el adecuado en una estrategia de reducción de la pobreza, ya que quienes no pueden emigrar son precisamente los más pobres.

A2. Ajuste Gradual del Costo Laboral Unitario

Este es el mecanismo que irremediamente tendrá lugar a nivel del *sector privado*, como respuesta espontánea a la pérdida de competitividad. Las empresas no tendrán más alternativa que reducir sus costos laborales nominales y aumentar la productividad laboral para compensar el rezago del tipo de cambio frente a los precios de bienes no transables. Los salarios deberían reducirse por disposición del gobierno en el sector público, para poder bajar el gasto y la presión tributaria. El mecanismo por el que finalmente caerán los salarios habrá que ver cual es, pero si no es por la vía legal – cosa que no parece factible en año electoral -- seguramente se reducirán los puestos de trabajo en el sector privado buscando generar aumentos de la productividad laboral. La reducción del empleo en los sectores transables presionará a la baja de los salarios en los sectores no transables. No se debe olvidar que los sectores transables suelen alcanzar niveles de productividad y salarios más elevados que luego los sectores no transables pretenden adoptar como referencia para ajustar sus salarios. Esto es así particularmente en el Sector Público. Cuando los sectores transables se ajustan a la baja, esto probablemente repercutirá en una baja en los sectores no transables. Cuanto más flexible sea el mercado laboral más fácil será el ajuste a la baja de los salarios y precios en los sectores no transables.

Pero el aumento de productividad también se logra a través de aumentos en la inversión que permitan mejorar la disponibilidad de capital por persona ocupada. El gobierno podrá estimular el aumento de inversión con incentivos fiscales o reduciendo a cero los aranceles para la importación de bienes de capital. En la medida de que Honduras no produce bienes de capital, esta medida sólo beneficiaría a quienes introducen bienes de capital al país sin perjuicio para empresas locales. Esta alternativa sin embargo no se podría esperar que rinda efectos inmediatos en los precios relativos.

A3. Desregulación y reducción de aranceles

Tendiente a achicar la incidencia del sector de *bienes no transables* en la economía. Cuanto menor sea la protección arancelaria y menos regulados estén los mercados, mayor será el número de bienes transables en la economía. Esto se debe a que con la liberalización, los precios de los sectores previamente protegidos o regulados pasarán a estar determinados por los precios internacionales y no afectarán negativamente en la competitividad. Un mayor número de bienes transables en la economía ayudará a que los precios domésticos queden determinados predominantemente por los precios internacionales y el tipo de cambio.

A4. Devaluación de la moneda

Si bien esta es una decisión que en teoría está al alcance de la autoridad monetaria, las devaluaciones las producen espontáneamente los mercados. Cuando un país pierde reservas internacionales de un modo sistemático debido a algún desequilibrio macroeconómico fundamental, el público se vuelca a comprar dólares masivamente y el banco central finalmente debe renunciar a sostener el tipo de cambio. La moneda se devalúa frente a las presiones de los inversores. No parece ser esta la situación actual de la economía hondureña, aunque esto no significa que si los fundamentos fiscales no se corrigen, finalmente termine ocurriendo una devaluación del lempira. Todo dependerá de la confianza y las expectativas de los agentes

económicos quienes deberán evaluar la sostenibilidad de la balanza de pagos frente una pérdida sistemática de competitividad y a un deterioro importante de las cuentas fiscales.

Una devaluación se puede esperar que corrija la relación de precios a favor de los transables y que la producción en dichos sectores aumente. Esta tendría efectos contractivos del lado de la demanda agregada debido a que se puede esperar que:

- se reduzca “de golpe” el salario real;
- que se incrementen -- al menos transitoriamente -- los precios de los bienes transables vs. no transables; y
- que se reduzca la riqueza real de los residentes, lo que llevaría aparejado una inmediata disminución de la demanda interna.

Del lado de la oferta no es seguro cuanto puede aumentar la producción de transables en el corto plazo, debido al rezago entre la decisión de producir, invertir y generar producción exportable, por lo que una decisión de esta naturaleza podría no rendir los efectos inicialmente esperados.

Más aún en un contexto como el actual en que el gobierno aumenta su gasto y que persisten los ingresos de remesas del exterior, una devaluación del lempira podría impulsar un aumento de la oferta monetaria -- por las compras de divisas que hace el BCH -- y a un aumento en cadena en los salarios, precios de no transables y de la inflación en general.

Se puede plantear como alternativa, una *aceleración de la tasa de devaluación*. Tal decisión es más fácil de realizar políticamente, pero también en este caso valen consideraciones similares a las efectuadas anteriormente. En tanto el gasto público no se congele en términos nominales, una aceleración de la tasa de devaluación seguramente se trasladará a los precios lo que en definitiva sólo implicaría una mejora temporal de la competitividad. Sólo la reducción del gasto público en términos reales podría asegurar una mejora de la competitividad con una aceleración de la tasa de devaluación.

El posible impacto de una aceleración de la tasa de devaluación en los precios y salarios, sería necesario evaluarlos con mayor detalle en un trabajo futuro.

SECCION V

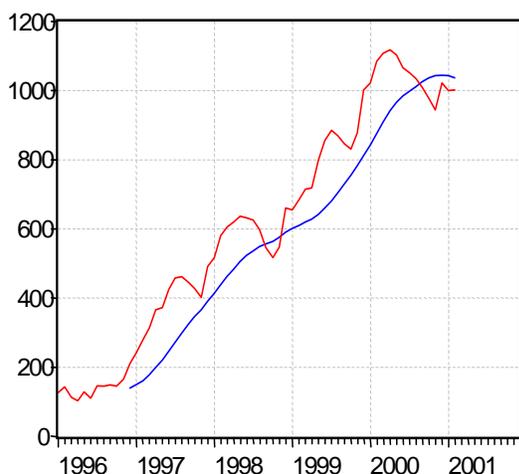
El Comportamiento de las Reservas Internacionales

El análisis realizado no resultaría completo si no se hiciera una referencia al comportamiento de las reservas internacionales del BCH durante estos últimos años. Al tiempo que Honduras perdió competitividad durante los últimos cuatro años, el BCH ganó importantes cantidades de reservas internacionales. De acuerdo con la política de crawling peg y esterilización monetaria seguida por el BCH y con el flujo de ingreso de divisas recibidos por Honduras, no podría haber ocurrido otra cosa que lo que ocurrió, es decir que el BCH gane reservas internacionales y que se aprecie el lempira.

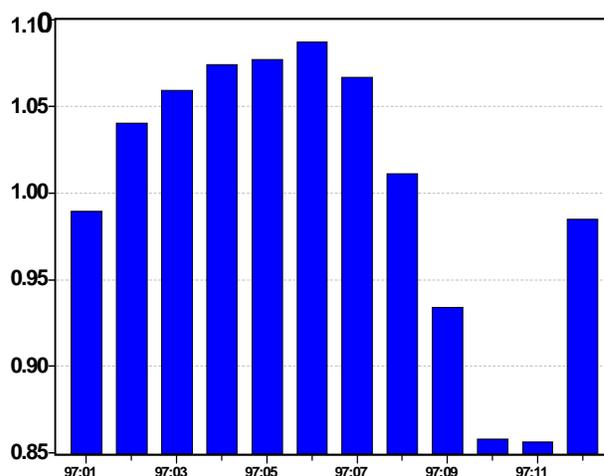
A partir de mediados del año pasado, se comenzó a observar un cambio en el comportamiento de las *reservas netas del BCH* a raíz del mayor gasto de capital que realizó el gobierno. En el siguiente gráfico se muestra la evolución del stock de reservas internacionales del BCH, y su tendencia de largo plazo. Se puede ver en el gráfico que las *reservas internacionales netas* dejaron de crecer y habrían alcanzado un máximo del orden de los 1043 millones de dólares. Resultó particularmente llamativa la caída de reservas internacionales durante los meses de Setiembre, Octubre y Noviembre del año pasado, lo que dio lugar a diversas conjeturas y especulaciones. Al respecto se pueden hacer algunas consideraciones .

En primer lugar las reservas internacionales tienen un patrón de comportamiento estacional relacionado al comercio exterior y al flujo de remesas que se reciben del exterior, y que se muestra en el gráfico de la derecha. Se puede ver que el BCH suele incrementar sus reservas por encima del promedio entre los meses de Febrero y Julio, mientras que las reservas suelen caer fuertemente al 85% del promedio en los meses de octubre y noviembre, para retomar su crecimiento en diciembre y enero. Se puede considerar en consecuencia que la caída de reservas fue un fenómeno estacional. Más aún si se compara el stock promedio de reservas netas del trimestre *Setiembre-Noviembre 2000* que fue del orden de los 977 millones de dólares, supera el nivel alcanzado en el mismo periodo de 1999 que fue de 852 millones de dólares.

RESERVAS INTERNACIONALES Y SU TENDENCIA DE LARGO PLAZO



ESTACIONALIDAD DE LAS RESERVAS DEL BCH



En segundo lugar, debe considerarse que la asistencia adicional que recibió gobierno hondureño por transferencias oficiales a causa del Mitch, fue superior en unos 480 millones de dólares durante los años 1998, 1999 y 2000. Los procesos de licitaciones de obras y compras del estado, demoraron la puesta en ejecución, lo que motivó que el BCH acumulara dichos fondos en sus reservas internacionales con disponibilidad de las cuentas del gobierno. Durante el año 2000, el gobierno comenzó a gastar con mayor celeridad que en años anteriores lo que significó un disminución de sus depósitos en el BCH. El gobierno tiene todavía a su disposición unos 200 millones de dólares aproximadamente para ser gastados en la reconstrucción. El uso de estos fondos implicará una disminución de las reservas internacionales por ese monto. La razón es que el retiro de los depósitos del gobierno, implica una expansión monetaria en exceso de la demanda del público, que inmediatamente tratará de deshacerse ya sea comprando moneda extranjera – lo que haría aumentar el tipo de cambio – y/o aumentando su gasto.

El BCH podría dejar que el tipo de cambio suba, pero esto derivaría en mayor inflación, aumentos de salarios, etc. Para evitar el sacrificio de la estabilidad lograda, el BCH debe vender reservas en el mercado, con lo cual se reducirá su stock. Esta disminución no debería en principio interpretarse como un cambio en los elementos fundamentales macroeconómicos, sino como un retorno al nivel “normal” o promedio de reservas. Una parte del aumento de reservas que se produjo en años anteriores – la correspondiente a las transferencias oficiales -- debería ser interpretado como un fenómeno transitorio y no permanente. Se podría asimilar esta situación a una en la cual las ayudas recibidas por el gobierno, hubieran quedado depositadas en una cuenta en un banco del exterior, a la que el gobierno hubiera recurrido para pagar las obras de reconstrucción. En ese caso, las reservas internacionales del BCH no se habrían incrementado primero ni disminuido después. La evolución de las reservas internacionales debería observarse en dicho contexto, y por lo tanto lo importante a dilucidar es si los elementos fundamentales están cambiando o no.

De acuerdo a las consideraciones realizadas anteriormente, no pueden haber dudas de que existe un desvío importante del gasto corriente y las perspectivas son de mayor desajuste en el año en curso. Esto podría derivar en una pérdida de reservas adicional a la derivada del gasto de capital, siempre y cuando el BCH tenga que financiar al gobierno con mayor crédito doméstico. Si el mayor gasto del gobierno se financia con mayor recaudación no habría una amenaza sobre el nivel “normal” de las reservas.

Un punto importante es establecer cual sería un nivel normal para las reservas internacionales. De acuerdo con el programa acordado con el FMI, el BCH debería mantener cuatro meses de importaciones como stock de seguridad de reservas internacionales netas. En el año 1997 la relación fue sólo de 2,7 meses. En 1998 se elevó a 3,1 meses y en 1999 a 4,5. En 2000 bajó a 4,2 meses y se podría esperar que en el corriente año, esta relación baje por debajo de los cuatro meses por las razones ya comentadas. Si en estos cálculos se excluyeran las transferencias oficiales, la meta de cuatro meses de importaciones ya no se hubiera cumplido en los años previos. Es decir que la situación al año 2001, no es diferente a la de los años previos.

Alcanzar la meta de cuatro meses de importaciones, implicaría que el BCH debería comprar más dólares en el mercado, lo cual resulta imposible al tipo de cambio actual y con el nivel de tasa de

interés actual para CAM's. La forma genuina de aumentar las reservas es bajando el gasto público. Esto no sólo economizaría reservas sino que en la medida que ayudara a un aumento de competitividad también por esa vía podrían generarse excedentes por un balance comercial menos deficitario.

Sin embargo, si la reducción del gasto no resulta posible por el momento, al BCH se le presentan las siguientes alternativas: (a) acelerar la tasa de devaluación, (b) elevar la tasa de interés para CAM's en lempiras o (c) introducir un instrumento en dólares.

La aceleración de la tasa devaluación, no necesariamente implicará que pueda comprar más reservas. Si los agentes esperan mayor inflación debido a esta aceleración, la demanda de dinero del público caerá y en vez de comprar más dólares podrían llegar a comprar menos. Si los precios internos se ajustan al nuevo ritmo devaluatorio, el efecto sería únicamente de aumentar la tasa de inflación y de interés.

El aumento de la tasa de los CAM's induciría al público a deshacerse de dólares para colocarse en lempiras. Esto permitiría al BCH comprar más dólares, pero tiene algunas implicancias negativas. Por un lado presionará al alza la tasa de interés del mercado y esto provocará mayor desintermediación financiera, mayor morosidad, etc. Por otro lado resultaría inconsistente enviar al mercado una señal de que la tasa esperada de devaluación del BCH es superior a la tasa de devaluación que se estableció como meta para mantener la tasa de inflación bajo control. Por último aumentaría el costo fiscal de la absorción monetaria.

La colocación de CAM's en dólares a residentes, permitiría aumentar las reservas sin aumentar pasivos externos, evitaría presionar las tasas en lempiras y permitiría mantener baja la tasa de inflación.