



Impacto de los flujos de capital en Honduras Resumen Ejecutivo

Elaborado por Juan Carlos Protasi

Tegucigalpa, agosto 2005

Las opiniones y conceptos expresados en este documento son los del autor y no necesariamente representan el punto de vista de la Fundación para la Inversión y Desarrollo de Exportaciones (FIDE)

RESUMEN EJECUTIVO

La afluencia de flujos externos de capitales a Honduras fue muy semejante a la experimentada en mercados emergentes de otros países hasta el año 1997. Luego de las crisis financieras, esta afluencia se redujo violentamente, algo que no ocurrió en la economía hondureña que vio incrementar sus flujos de capitales. A partir de 1998, los flujos externos recibidos por Honduras continuaron aumentando y mostraron una tendencia creciente en los últimos años, habiendo mostrado una tasa de crecimiento anual del 11%. En el 2004 los flujos de capital alcanzaron un 28% como porcentaje del PIB. El FMI estima que el flujo de remesas hacia Honduras, alcanzará los 1,600 millones de dólares en 2005, una cifra casi 500 millones superior a la reportada durante el año pasado. Se estima que la llegada de este capital aumentará el ingreso *per cápita* de los hondureños en 240 dólares por habitante. Este es un fenómeno sin precedentes que genera mayor presión al BCH para comprar los dólares pero que aumenta el consumo y la inversión de quienes reciben remesas.

Los flujos financieros externos fueron variando su composición a lo largo de los últimos quince años. La estructura de financiamiento promedio por quinquenio, muestra que se han producido cambios importantes en los flujos de financiamiento, comparando la década de los años 90 con el quinquenio 2000-2004. Dichos cambios se presentan de forma resumida en el siguiente Cuadro:

En primer lugar, una sustitución de capital por mayores transferencias. Las transferencias alcanzaron un 78,2% del total de ingresos en el 2004, frente al 53% y 55,2% de los quinquenios previos. En segundo lugar, dentro de las Transferencias, las remesas familiares superaron a las transferencias oficiales. Las

Estructura de financiamiento externo en porcentajes

TIPOS/ ANOS	1990-94	1995-99	2000-2004
TRANSFERENCIAS	53.0	55.2	78.2
Remesas familiares	13.7	24.4	54.0
Transf. Oficiales	39.4	30.9	24.2
CAPITALES	47.0	44.8	21.8
CAPITAL Largo Plazo	38.1	24.2	18.0
CAPITAL Corto Plazo	11.6	9.6	-1.8
ERRORES Y OMISIONES	-2.7	11.0	5.5
TOTAL	100.0	100.0	100.0
TOTAL en mill de US\$	440.8	859.3	1496.9
De origen Privado	22.4	61.6	77.1
IED como % Capital Privado	5.9	47.5	110.0
Resto	77.6	38.4	22.9

remesas familiares, que apenas representaban el 13,7% de los recursos recibidos en 1990-94 se elevaron a 54% diez años después. Las remesas familiares crecieron a un ritmo de 24% anual desde 1990 a 2004. Si esta tendencia continuara en los próximos cuatro años se alcanzarían los US\$ 3000 millones anuales, lo cual superaría largamente al ahorro doméstico. Como su tasa de crecimiento es más del doble de la de los flujos totales, las remesas familiares pasarán a ser la principal fuente de financiamiento externo. En tercer lugar, la menor participación de los flujos de capitales que disminuyó de 47% a 21,8%, obedece a una reducción del

capital tanto a largo plazo como a corto plazo que se asemeja más a la tendencia de los flujos de capitales a los mercados emergentes señalada anteriormente.

Cabe la interrogante de si las remesas continuarán creciendo al ritmo histórico, o si podrán disminuir en el futuro. El fuerte crecimiento de las remesas en los últimos dos años puede asociarse a factores de diversa naturaleza como la legalización de los hondureños en EEUU, la continua emigración, el bajo nivel de las tasas de interés en EEUU y el buen desempeño de la economía norteamericana que permitió generar mayores ingresos que luego pudieron repatriarse. En la medida de que estas condiciones perduren, se podría esperar la misma tendencia, pero el aumento de las tasas de interés en EEUU podría tener un impacto negativo sobre el ritmo de crecimiento del último año.

En cuarto lugar, dentro de los flujos a largo plazo la Inversión extranjera directa superó ampliamente a los préstamos a largo plazo, mientras al mismo tiempo se observó un fuerte aumento en la participación de las fuentes de financiamiento privado que pasaron de 22,4% en 1990-1994 a 77,1% en 2000-2004.

Ninguno de estos cambios ha sido un cambio menor. El hecho de que las remesas familiares hayan sustituido a las ayudas y préstamos del exterior, y de que los préstamos a largo plazo hayan sido sustituidos por Inversión Extranjera Directa (IED), revela que la dependencia del exterior es diferente ahora ya que está dependiendo de los propios hondureños, y menos onerosa que lo que fue en el pasado, porque no hay que repatriar intereses ni utilidades por esas remesas. La IED, por tratarse de inversiones radicadas en el país, no constituye una fuente de vulnerabilidad como son los capitales golondrinas, y además la repatriación de utilidades de las inversiones extranjeras no constituyen una erogación para el presupuesto del gobierno como es el pago de intereses de una deuda con no residentes. Este cambio es desde el punto de vista fiscal un avance importante ya que la dinámica del endeudamiento externo se transformó radicalmente y la deuda externa dejará de ser un impedimento para que Honduras pueda crecer a un ritmo más alto en el futuro. A esto se agregará en los próximos años, el beneficio de la condonación que hicieron los países desarrollados, que impondrá una menor carga sobre las generaciones futuras. Pero en contraposición a estos beneficios, el fuerte ingreso de divisas derivadas de las remesas, continuará ejerciendo presiones inconvenientes en la competitividad, por una suerte de “enfermedad holandesa” y un desestímulo al crecimiento de la fuerza de trabajo.

Determinantes de los flujos de capitales

Los determinantes de los flujos de capital en Honduras no son diferentes de los que intervienen en cualquier otro país, excepto en lo que se refiere a las remesas de familiares recibidas del exterior que son características de los países en vías de desarrollo que expulsan su fuerza de trabajo por no poder generar internamente empleo suficiente. En líneas generales el capital es atraído no sólo por expectativas de retorno – normalmente sustentadas en un rápido crecimiento económico – sino por la estabilidad política de un país, por la confianza que despiertan las políticas económicas y financieras del gobierno, por la existencia de un marco legal definido y estable, etc. El hecho de haber logrado una estabilización económica, de haber liberalizado el mercado financiero y haber iniciado un proceso de desregulación y de privatizaciones, parece haber permitido a Honduras atraer los importantes flujos de capital que necesita a pesar de la falta de seguridad personal, de la corrupción, del amplio contrabando, de la insuficiencia de infraestructura y de la baja calidad del capital humano. Asimismo, el reconocimiento de un estatus migratorio por

parte de los EEUU a los ciudadanos hondureños no documentados, contribuyó a que las remesas familiares se pudieran canalizar más eficientemente hacia el país.

En otro orden, la reestructuración del sistema financiero en los últimos años, resultó un hecho muy positivo para la economía hondureña y jugó un rol preponderante en la atracción de ahorro y capitales tanto de residentes como de no residentes.

El sistema bancario consta en la actualidad de 16 bancos, siete de los cuales son extranjeros. En 1999, existían 22 bancos de los cuales dos solamente eran extranjeros. Las fusiones y liquidaciones de varias instituciones, reforzaron la confianza de los hondureños y de los extranjeros en la banca, que consideraron más segura y estable con respecto a años previos cuando había sido severamente afectada por el huracán Mitch. Entre los muchos indicadores de mejoría de la solvencia de la banca hondureña, se puede citar el aumento del ratio capital a activos ponderados por riesgo que aumentó de 11,4 % a 14,7%. Los préstamos incobrables netos de reservas por incobrables, que en 1999 representaban 48,2% del capital redujeron su incidencia a sólo 10,4%. Las reservas para préstamos incobrables aumentaron desde 24% en 1999 a 65% en 2005 y la liquidez del sistema desde un promedio de 23,7% en 1999 a 28,5% en 2005. La mejora en la solvencia del sistema bancario fue acompañada de un aumento sostenido de la profundización financiera que se elevó de 30% en 1996 a 41% en 2004.

Un factor de atracción de capitales es sin duda el premio de las tasas de interés que se cobran por los préstamos en lempiras. En Honduras éste resulta ser muy elevado comparado con las tasas externas, lo que alentó a tomar préstamos en dólares e igualmente a repatriar capital que estaba ganando un muy bajo rendimiento en EEUU.

Asimismo, y de modo comparable al de la mayoría de los países emergentes, el Banco Central de Honduras (BCH) siguió el camino de monetizar los flujos de capital. La monetización de las reservas internacionales del BCH superaron los US\$ 750 millones entre 2001 y 2004. 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 colocación de CAM a partir de 1996, fue muy importante y alcanza en la actualidad un stock de L 20.800 millones, equivalentes a unos US\$ 1100 millones. El BCH mantiene una política cambiaria que no deja libertad para el uso de las divisas a los exportadores, y realiza las compras a través de licitaciones de los dólares que ingresan al circuito y exceden a la demanda del sector privado. Esta política, conlleva un aumento persistente de la base monetaria que luego es esterilizada mediante la colocación de Certificados de Absorción Monetaria (CAM) en lempiras. El BCH vino pagando tasas que en términos de dólares resultaron muy elevadas y atractivas para que capitales especulativos de la región ingresaran al sistema hondureño. Las tasas que se pagan resultan en su equivalente en dólares varios puntos superiores a las que paga, por ejemplo, un Certificado de Depósito (CD) en Miami. El costo fiscal de estas operaciones de esterilización, ya tiene una dimensión importante. En el último año fue superior a los 900 millones de lempiras, equivalente a unos US\$ 50 millones. Esta política de esterilización del BCH, presiona a las tasas de interés en una dirección contraria lo que estimula a cambios de portafolio o sustitución de monedas.

Por último, los depósitos de salvadoreños se ven atraídos por la seguridad que ofrece el sistema bancario luego de su reestructuración y en el marco del seguro explícito de depósitos que ofrece la oportunidad de ganar el premio que pagan las tasas de interés en

lempiras. La dolarización de El Salvador, no tuvo un efecto negativo sobre los depósitos en Honduras sino al contrario. Los *spreads* en Honduras mantienen una ventaja a favor que es aún mayor si se hace la “bicicleta” de tomar dólares afuera, cambiarlos a lempiras, colocarlos en CAM en lempiras y volver luego a cambiar por dólares.

En síntesis varios factores contribuyeron al incremento del flujo de capitales en Honduras. Mayor confianza por un lado, aumento de la demanda de dinero, premio de las tasas de interés y solidaridad de los familiares, lo que en conjunto permitió que la economía hondureña contara con recursos abundantes para empujar el crecimiento, aumentar el consumo y más recientemente comenzar a recuperar la actividad económica con rapidez. Una proyección de la tendencia histórica del flujo de capitales, hace prever que se podría llegar a incrementar en un 50% en los próximos cinco años. Este aumento podría ser menor por la esperada alza de tasas y una desaceleración económica en EEUU. A ese crecimiento histórico del flujo de capitales, se deberían agregar las economías por el servicio de la deuda, derivadas de la condonación del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional acordada por el G-8. Esta condonación que asciende a un total de US\$ 1372 millones, es importante en sí misma y por lo que puede implicar desde el punto de vista de los inversores externos pues supone una drástica reducción de la deuda externa pública que de US\$ 5082 millones a fines de 2004, pasaría a US\$ 2206 millones en 2005. El alivio de la deuda con acreedores oficiales, además de eliminar los reembolsos y permitir complementar los recursos presupuestarios con destino a proyectos sociales, probablemente le brindará a Honduras la posibilidad de acceder a préstamos de inversionistas extranjeros privados, normalmente renuentes a prestar a países altamente endeudados por temor a no ser reembolsados. En el caso de Honduras, se puede esperar que la relación deuda-PIBI baje de 68% (según estimación del FMI a Noviembre de 2004) a menos de la mitad. Esta mejora por la condonación de la deuda externa oficial, debería tener implicancias favorables en la percepción de riesgo país y de la capacidad de emisión de nueva deuda futura.

Destino de los flujos de capitales

Los flujos de capitales suelen tener efectos beneficiosos sobre el crecimiento económico, el consumo y la inversión. Sin embargo, el impacto de los flujos de capitales no será en el futuro la promoción del crecimiento económico a través de nuevas inversiones, sino mediante el mejoramiento de la productividad. La mejora en la productividad se produce entre otras cosas por el cambio en la composición de los flujos. En la medida en que los flujos de capital tengan mayor proporción de origen privado, el impacto sobre la productividad podría ser mayor. En el caso de Honduras, el principal componente de los flujos de capitales son las remesas familiares, y por lo tanto el impacto en la productividad depende de cuánto se destina de esas remesas al consumo y cuanto a inversión.

Las estimaciones realizadas para el período 1990-2004 muestran que en el caso de Honduras, el ingreso de capitales no se destinó enteramente a inversión (sólo 50%), otra parte se acumuló como una ganancia de reservas internacionales excepcional en el BCH y se puede estimar que el resto se canaliza al sector informal o al sector inmobiliario. Un componente que cobró importancia en los dos últimos años fue la Inversión Extranjera directa, que en la última medición al año 2003, registró ingresos netos por US\$247.2 millones, monto superior al registrado los dos años previos aunque levemente inferior al de 2000, cuando ingresaron flujos extraordinarios como efecto de la reposición de activos destruidos por el paso del Huracán Mitch. En lo que tiene que ver con las transferencias y remesas familiares, las estimaciones mostraron que éstas se

dedican mayoritariamente al consumo de bienes transables (50%) y en menor medida a no transables (25%). Las remesas familiares, constituyen un importante sostén del Consumo total y Privado, y su contribución marginal es del orden de 70%. Esto quiere decir que otro 30% de las remesas se destina a otros fines (sector informal) pero no a inversión, como muestran las estimaciones. Por último, se pudo observar que los flujos externos no se canalizan a través del sector bancario.

En síntesis el impacto de los flujos externos y fundamentalmente su composición con mayor participación de flujos privados, no parecen haber tenido gran relevancia en la productividad del capital, ni por el efecto marginal en la inversión ni por las remesas familiares, que se destinan mayormente al consumo. La esperanza de elevar la tasa crecimiento de largo plazo sobre la base de los importantes flujos externos que ingresan al país, no parece tener fundamento, y más bien se debe pensar en el tipo de reformas de largo plazo sugeridas por los organismos multilaterales para aumentar la productividad global de la economía.

Impacto de los flujos de capital en la competitividad externa

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 implicaciones en el mercado de cambios, en el mercado monetario y en la competitividad. Los problemas que acarrea el ingreso de masivos flujos de capitales se pueden sintetizar en:

- ❑ Apreciación de la moneda y pérdida de competitividad
- ❑ 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

La pérdida de competitividad se puede señalar como el problema más relevante, ya que los agregados monetarios se mantuvieron bajo control mediante la esterilización con CAM. La volatilidad de los flujos de capital, fue menor en Honduras que en otros mercados emergentes debido a que su origen es fundamentalmente de remesas familiares que están más relacionadas con aspectos afectivos y de solidaridad que con razones especulativas. En lo que se refiere al auge de préstamos de alto riesgo que podrían generar una futura crisis bancaria, ese no es el caso de Honduras, sino que por el contrario, el crédito al sector privado se mantuvo controlado y la solvencia del sistema bancario mejoró significativamente.

Honduras enfrenta en la actualidad un dilema en su política macroeconómica derivada de la justificada necesidad de (a) aumentar del gasto público para desarrollar su infraestructura, (b) reducir la pobreza a través de proyectos sociales en el marco de la condonación de la deuda, (c) mejorar su función (*performance*) de crecimiento futuro sobre la base de un aumento de la productividad de cara al posible acuerdo comercial con EEUU y, (d) 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. Sin embargo, la expansión del gasto público no se produce sólo por mayor inversión sino por aumento del gasto corriente asociado a razones políticas, lo cual es menos justificable. El ingreso de capitales le permite a los gobiernos de turno, aumentar el gasto público de modo sostenido, lo que genera un cambio en la

composición del gasto entre bienes transables y no transables e induce un tipo de “enfermedad holandesa” en la economía.

La política monetaria fue exitosa pero muy costosa y promueve desintermediación en el sistema bancario.

Honduras logró bajar la inflación desde un 29,5% en 1995 a sólo un 9% en el año 2004, con base en una política de licitaciones de moneda extranjera que procuró mantener una estricta disciplina monetaria, restringiendo la expansión del crédito doméstico y esterilizando los enormes flujos de capital y de remesas de hondureños del exterior a través de los CAM. El gobierno mantuvo su política cambiaria y monetaria dentro de un programa con el FMI que permitió alcanzar las metas para recibir los beneficios del HIPIC. El BCH lo logró este equilibrio devaluando moderadamente el tipo de cambio y consiguiendo que la tasa de inflación se mantuviera en el entorno de la tasa de devaluación. El BCH logró que los precios “medidos en dólares” fueran cercanos a cero, pero esto le costó elevar su endeudamiento en CAM a más de US\$ 1000 millones.

Este dilema se le ha presentado a la mayoría de los países latinoamericanos que dejaron apreciar sus monedas y tuvieron que soportar el costo de perder competitividad por un aumento de la inflación medida en dólares. Los que devaluaron sus monedas, lograron mantener estable la competitividad pero la presión inflacionaria seguramente exigirá ajustes posteriores en las tasas de interés y en el control monetario. Pero este no es el único aspecto a considerar. El costo fiscal de la política del BCH no es despreciable, ya que la esterilización con CAM implica pagar intereses que o bien implican mayor expansión o bien su retribución va generando una especie de “bola de nieve”. Las operaciones de esterilización tienden a ser explosivas, promueven desintermediación financiera e imponen un freno a la inversión. El crédito al sector privado se mantuvo estancado a pesar de haber aumentado de modo significativo los depósitos.

No es factible comprar anualmente una cantidad importante de reservas internacionales y luego sacar el dinero del mercado pagando una tasa de interés que debe resultar lo suficientemente atractiva para que ese dinero puesto en el mercado por la autoridad monetaria, vuelva a ella y no genere inflación. Se trata de un círculo vicioso, ya que cuando se licitan los CAM pretendiendo quitar la liquidez resultante de las compras de dólares, los tenedores de dólares vuelven a vender para colocarse en CAM. Entonces es un círculo que nunca termina.

Resulta intuitivamente obvio que esta política no es sostenible ni desde el punto de vista de la presión inflacionaria, ni desde el punto de vista fiscal, y menos aún desde el punto de vista de los sectores productivos.

En otro orden, el enorme ingreso de capitales distorsionó la estructura productiva y 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 un importante aumento del gasto público y privado en bienes no transables, derivó en una considerable apreciación del lempira y pérdida de competitividad. Esto coincidió con una caída de términos de intercambio, e indujo a una fuerte recesión en los sectores transables tradicionales de la economía hondureña. Los sectores transables –Agricultura, Minería e Industria Manufacturera– redujeron casi diez puntos su participación en los últimos diez años.

Recomendaciones para la política futura

Las medidas de política para contrarrestar el efecto negativo de las remesas sobre la competitividad de la economía hondureña, su crecimiento y creación de empleo futuro, deberán ser básicamente de orden fiscal. En esa línea se puede sugerir:

Política Fiscal:

- a) Estimular el ahorro doméstico penalizando el consumo privado y el gasto público. Este deberá ser un cambio radical en la política económica. El aumento del ahorro doméstico es el único camino para financiar un mayor nivel de inversión y crecimiento, sin hacer peligrar la sostenibilidad externa futura. Mantener un nivel de gasto elevado sustentado en el ahorro de hondureños en el exterior significará perpetuar el modelo actual de crecimiento que no genera suficiente empleo y que expulsa a su fuerza de trabajo para luego vivir de su ahorro en el exterior.
- b) Recortar el gasto público, para que la presión tributaria no desestime la inversión y la creación de empleos en el sector formal de la economía.
- c) Desincentivar el gasto privado en bienes no transables por la vía de impuestos al gasto o consumo, y tarifas públicas. Estas últimas – que constituyen una vía expedita para gravar los bienes no transables – deberán fijarse reflejando los costos reales de producción mientras se compensa a los estratos más pobres de la sociedad. La recaudación extraordinaria por este concepto podrá destinarse a estimular inversiones (por ejemplo en el Sector forestal) y exportaciones que no coludan con las normas vigentes en materia de tratados de comercio internacional.
- d) Promover reformas que mejoren la productividad, que aumenten la flexibilidad en el mercado laboral y de bienes, y que ayuden a mejorar la competitividad. Estas reformas deberían provenir de un acuerdo social entre empresas, trabajadores y políticos para aliviar la carga impositiva, reducir el gasto del gobierno como un porcentaje del PIB, incrementar las habilidades de la fuerza laboral y promover las inversiones extranjeras. El efecto combinado de mayor ahorro doméstico y reformas, podrán inducir a mayor crecimiento en el largo plazo a pesar de la presión sobre el tipo de cambio real que puedan ejercer los flujos externos.
- e) Desarrollar una estrategia agresiva para atraer inversión extranjera destinada a la exportación. Lo que está en juego es poder atraer a las empresas que buscan bajar costos operativos o tributarios, mejorando el factor productividad, calidad y precio. Esto requerirá mejoras en la educación, capacitación, dominio de idiomas, costo de instalaciones, etc., así como establecer beneficios fiscales y subsidios al inversor.

Pero fundamentalmente se deberá desarrollar una estrategia de promoción del país que requiere de un fuerte apoyo político.

Política Monetaria y Financiera:

a) Para maximizar los beneficios de las remesas en el crecimiento de Honduras, se debería estimular su ingreso al sistema bancario para luego canalizarlas a la inversión. Sin embargo esto presenta dos problemas. Primero, con la actual política del BCH de esterilizar las compras de moneda extranjera, se está produciendo una salida (*crowding out*) del crédito al sector privado, ya que resulta más rentable y seguro a los bancos colocar al BCH que paga una tasa de interés real muy elevada que prestar al sector privado para lo que se deben cumplir regulaciones costosas. Segundo, los hondureños en el exterior, destinan sus remesas para gastos de la familia, o para mejorar su calidad de la vivienda, o para realizar directamente una inversión inmobiliaria. Lo que no desean gastar prefieren mantenerlo colocado en un banco en EEUU, que es más seguro – la cobertura es mayor que en Honduras – y menos riesgoso en cuanto a que los residentes hondureños usen esos fondos sin su consentimiento. Para lograr el ingreso a la banca de las remesas, habría que remunerar los depósitos con una tasa de interés más alta que en EEUU, algo que no está ocurriendo actualmente. Considerando el probable escaso éxito de aumentar los depósitos de las remesas en la banca, es recomendable indagar sobre la creación de nuevos instrumentos de ahorro que fueran atractivos en rentabilidad y que estuvieran destinados a financiar la adquisición de una vivienda – ya sea para el emigrante o su familia que dejó en Honduras- gastos en educación, fondos de pensiones para su retiro o de los familiares residentes en Honduras.

b) Liberar el mercado de moneda y permitir que el tipo de cambio se determine por la oferta y demanda en el mercado. El rol del BCH en las compras de dólares quedaría limitado a actuar como agente del gobierno para cubrir sus necesidades o para intervenir directamente si se eligiera un sistema alternativo (*crawling peg* o flotación sucia). La liberalización del mercado debería establecerse en el marco de una ley que establezca la libre convertibilidad del lempira con otras monedas y que se permitan realizar todo tipo de transacciones en monedas extranjeras.

c) Limitar la colocación de CAM para evitar la presión sobre la tasa de interés bancaria y la salida (*crowding out*) del crédito al sector privado.

d) Poner a disposición del mercado un instrumento genuino denominado en moneda extranjera para evitar la monetización y posterior esterilización que venza el stock de CAM. Ofrecer su canje por uno similar denominado en moneda extranjera. Ofrecer CAM en moneda extranjera para que los flujos que ingresen al sistema no presionen sobre el tipo de cambio. Asimismo canjear CAM en lempiras

por CAM en dólares. El costo fiscal de esta alternativa sería sin duda menor que el régimen actual.

e) Delinear las bases para una nueva política cambiaria, evaluando las ventajas y desventajas –con participación de empresarios, trabajadores y políticos- de diferentes alternativas. Entre éstas mantener un tipo de cambio fijo o *crawling peg*; implementar una flotación cambiaria limpia o intervenida; o una dolarización regional o unilateral; o un régimen de caja de conversión y moneda única -al estilo del euro. Esto considerando el nuevo contexto comercial en que se moverá la economía hondureña luego de haberse aprobado el CAFTA por ambos países, y tomando en cuenta las diferentes restricciones que enfrenta el país en materia fiscal, niveles de precios y competencia en los mercados, costos salariales, etc.

f) Aprovechar el elevado stock de reservas internacionales para cancelar la deuda con el FMI y prescindir de sus condiciones o recomprar parte de la deuda por CAM en lempiras.