

ABSTRACT

The purpose of this article is to provide a critical analysis of the difficulties of managing Honduran monetary policy after the financial liberalization initiated in 1990. One of its consequences was the need for liquidity in the financial system, which demands an interbank market of loans with guarantees or collateral (repos). The study finds that the Monetary Authority has met its goal of controlling inflation. However, the oligopolistic banking market structure has not allowed further development and expansion in the debt market or in reducing the cost of debt issue. In addition, the data suggest that the Central Bank's interest rate is only one of the determinants on the interest rates charged by the financial system. An additional finding shows the tendency to invest a significant portion of bank obligations in government bonds. The study suggests the need to develop and execute a monetary policy which reduces the opportunity for financial speculation.

KEY WORDS:

banking oligopoly, monetary policy, government securities, concentration rates, financial liberalization, financial repression, public debt market

Journal Economic Literature (JEL) Classification: E01, E23, E31, E42, E43, E44, E52, E58, E63

RÉSUMÉ

L'objectif de cet article est d'offrir une analyse critique des difficultés pour gérer la politique monétaire hondurienne après la libéralisation financière commencée en 1990, qui pour la gestion de la liquidité du système financier demande un marché de prêts entre des banques avec garantie ou (reportos) collatéral, entre d'autres conditions requises. L'étude a trouvé que l'autorité monétaire a rempli son objectif de contrôle de l'inflation, mais la structure d'oligopole du marché bancaire n'a pas facilité une meilleure avance dans la formation du marché nécessaire de dette et le coût des émissions. Aussi les données semblent suggérer que la taxe référentielle est seulement l'un des déterminants pour la fixation du reste de taxes du système financier, en conséquence il faut enquêter sur l'existence et l'importance des autres. L'autre des résultats montre la tendance d'investir une proportion significative des obligations bancaires dans des valeurs gouvernementales. L'étude suggère la nécessité de formuler et d'exécuter une politique monétaire anti-spéculation.

Mots clés:

oligopole bancaire, la politique monétaire, valeurs gouvernementales, indices de concentration, de la libéralisation financière, répression financière, marché de la dette publique

Política monetaria hondureña en un entorno de liberalización financiera y mercado bancario oligopólico

Monetary policy in Honduras in an environment of financial liberalization and a banking market oligopoly

Politique monétaire du Honduras dans un environnement de libéralisation financière et marché bancaire oligopolistique

SALGADO-VALLEJO CLAUDIO

Universidad Nacional Autónoma de Honduras
Honduras
crsalgadov@gmail.com

RESUMEN

El objetivo de este artículo es ofrecer un análisis crítico de las dificultades para gestionar la política monetaria hondureña tras la liberalización financiera iniciada en 1990, que para la gestión de la liquidez del sistema financiero demanda un mercado de préstamos entre bancos con garantía o colateral (reportos), entre otros requisitos. El estudio encontró que la autoridad monetaria ha cumplido con su objetivo de control de la inflación, pero la estructura oligopólica del mercado bancario no ha facilitado un mejor avance en la formación del necesario mercado de deuda y el costo de las emisiones. También los datos parecen sugerir que la tasa referencial solo es uno de los determinantes para la fijación del resto de tasas del sistema financiero. Otro de los resultados muestra la tendencia a invertir una proporción significativa de las obligaciones bancarias en valores gubernamentales. El estudio sugiere la necesidad de formular y ejecutar una política monetaria anti-especulación.

PALABRAS CLAVE:

oligopolio bancario, política monetaria, valores gubernamentales, índices de concentración, liberalización financiera, represión financiera.

INTRODUCCIÓN

Antes de 1990 la mayoría de los países latinoamericanos presentaban intensos procesos inflacionarios. Tales desbordes inflacionarios tuvieron como origen frecuente los enormes desequilibrios fiscales y el financiamiento de los déficits con emisión monetaria de los bancos centrales. Para contrarrestar esta fuente de inestabilidad macroeconómica, las reformas estructurales de los años noventa priorizaron la lucha contra la inflación y la imposición de la disciplina fiscal, al tiempo que procuraron proteger la gestión monetaria de las presiones y dirigirla, sobre todo, a perseguir inflaciones bajas y poco volátiles, utilizando instrumentos indirectos de control monetario.

En el sistema financiero, ante la insatisfactoria experiencia con políticas de creciente intervencionismo y tasas reales de interés muy distorsionadas –que en los países con inflación elevada a menudo consistieron en tasas reales negativas–, se inició el proceso de reforma financiera que significó la liberalización¹ de la tasa de interés y a que fuesen las fuerzas del mercado las que asignaran los recursos crediticios, implicando también medidas prudenciales y de supervisión menos severas para las instituciones de crédito.

Transcurridas casi tres décadas de haber iniciado tal proceso, el notable éxito alcanzado en el control de la inflación y la mejora de la responsabilidad fiscal no logró, por sí solo, consolidar la estabilidad. Una liberalización prematura, indiscrimi-

nada y mal secuenciada de los mercados financieros nacionales se erigió en fuente de onerosas crisis financieras, con fuertes costos para los contribuyentes.

La experiencia de liberalización financiera realizada en los países latinoamericanos ha demostrado que las tasas de interés liberalizadas tienden a ser inestables y muy superiores a las internacionales, dando lugar que el sistema bancario goce de márgenes de intermediación financiera mucho mayores durante largos períodos y a favor del ciclo económico recesivo, contribuyendo a deprimir la inversión y a debilitar el empleo y la equidad. La desregulación financiera ha tendido a promover más la inversión especulativa que la productiva.

Hoy día, en la mayoría de países la política monetaria se encuentra atada para responder a las crisis financieras y saber vincularse con el resto de políticas macroeconómicas para contribuir a solucionar los problemas de crecimiento y empleo. Esta imposibilidad está basada en el reacomodo institucional, en la reasignación de funciones y las restricciones en el uso del arsenal monetario impuestas por la reforma. Resulta sumamente dificultoso el diseño e implementación de una política monetaria solo con operaciones de compra venta de valores gubernamentales, o con valores privados en casos extremos, en un entorno oligopólico del mercado bancario debido a que esta imperfección repercute en el desarrollo del mercado de capitales, dificultando su ampliación y profundización. Otro importante problema, en la regulación monetaria por medio de valores, es que tiene un costo en términos de la tasa de interés, lo que no sucede con el señoreaje y los requerimientos de reserva mínimos no remunerados de encaje. Este conflicto ha convertido al sistema bancario en uno de los principales rentistas del

1 A lo largo del trabajo se utilizará indiscriminadamente los términos liberación y liberalización, aunque en buen español la palabra correcta es liberación. Pareciera que el uso del término liberalización fue empleado para diferenciarlo de los movimientos sociales y populares que se dieron en Latinoamérica, sobre todo en Centroamérica, en las décadas de los setenta y ochenta del siglo pasado.

Estado, soslayando su función de intermediación financiera.

Este trabajo tiene como propósito analizar las dificultades en la formulación y ejecución de la política monetaria hondureña dentro de un ambiente oligopólico del mercado bancario. A estos efectos, las presentes páginas están estructuradas como sigue. De entrada, se hace un repaso de la teoría microeconómica del mercado con estructura oligopólica, enfatizando en la existencia de tal estructura dentro del mercado financiero. Como uno de los puntos centrales del trabajo es la liberalización financiera, en un segundo momento se estudia la muy concreta orientación seguida por el proceso de liberalización efectuado en las décadas de ochenta y noventa del siglo pasado, con el propósito de destacar su excesiva confianza en una presunta eficiencia de los mercados financieros.

Más adelante, se desciende a un plano más específico, presentando el proceso de liberalización financiera en Honduras y el comportamiento de la concentración en el mercado bancario comercial así como la actuación de la autoridad monetaria. A partir de ahí, después se procede a perfilar con cierto detalle las dificultades para formular y ejecutar la política monetaria, mediante instrumentos indirectos de mercado, en un entorno oligopólico bancario. Luego, se aprovecha para presentar sucintamente lo que se ha denominado como un intento fallido de una política monetaria antiespeculativa. Algunas conclusiones ponen término a estas páginas.

METODOLOGÍA

Durante un cuarto de siglo ha prevalecido una doctrina sobre el mercado libre: los mercados libres y sin trabas son eficientes; si cometen errores, los corrigen rápida-

mente. El mejor gobierno es un gobierno pequeño, y la regulación lo único que hace es obstaculizar la innovación. Los bancos centrales deberían ser independientes y concentrarse únicamente en mantener baja la inflación.

El nuevo paradigma monetario, entre sus principales postulados, sostiene que la estabilidad de precios es la meta primaria de largo plazo de la política monetaria. La estabilidad de precios se define como la inflación objetivo que genera una tasa de inflación suficientemente baja y neutral de largo plazo. La política fiscal debe alinearse con la monetaria para garantizar la estabilidad de precios de largo plazo y del tipo de cambio. Las fluctuaciones de la demanda efectiva no desempeñan ningún papel en el marco de política del nuevo paradigma monetario y, finalmente, el régimen de tipo de cambio flexible es una condición *sine qua non*.

El banco central para cumplir con su objetivo debe utilizar a las operaciones de mercado abierto como instrumento monetario por excelencia. Además, la autoridad monetaria transmite su postura de política monetaria a través de la tasa de política monetaria, también conocida como tasa de intervención o de referencia del resto de tasas prevalecientes en el sistema financiero. La formación y desarrollo de un mercado de valores, basado en mercado interbancario de préstamos garantizados (reportos), es un prerequisite para la gestión eficiente de la política monetaria.

Honduras, al aprobar la reforma de la ley orgánica de su banco central, optó por este nuevo paradigma monetario, estableciendo como objetivo el mantenimiento interno y externo de la moneda nacional, que se traduce como el logro de niveles inflacionarios acordes a estándares internacionales. Bajo

este contexto, en esta investigación se intenta analizar las dificultades de la gestión de la política monetaria donde prevalece un mercado bancario oligopólico.

La investigación es de tipo descriptivo, observando la tendencia de las variables objeto de estudio. Los datos se recopilaron de fuentes secundarias documentales y datos estadísticos del Banco Central de Honduras (BCH), de la Comisión Nacional de Bancos y Seguros (CNBS) y de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (SECMCA). En la medida de la disponibilidad de información, el análisis de las variables implicadas inicia en 1996, cuando el ente monetario cambió su objetivo, y finaliza en 2013.

1. Algunas consideraciones teóricas

1.1. Definición y tipos de oligopolio

La teoría económica define al oligopolio -del griego *oligo*=pocos, *polio*=vendedor-, como aquel tipo de estructura de mercado donde existen varias empresas, aunque ninguna de ellas se puede imponer totalmente en el mercado; además, en esta estructura no es posible la entrada de nuevas empresas. Es decir, aquella estructura de mercado en que hay varias empresas grandes que dominan una industria completa. Como consecuencia, existe una constante interrelación entre estas² para poder llevarse la mayor parte de la cuota del mercado en la que las empresas toman decisiones estratégicas continuamente, teniendo en cuenta las fortalezas y debilidades de la estructura empresarial de cada una. Las decisiones de una firma afectan o influyen en las decisiones de las otras.

2 Cuando solo hay unas cuantas empresas mayoritarias que dominan la industria, estas no pueden actuar independientemente entre sí. En otras palabras, ellas reconocen que existe interdependencia.

En un oligopolio, como se ha señalado, el mercado de un bien o insumo está dominado por un pequeño número de oferentes. Cuando se trata de un producto o insumo homogéneo se está en presencia de un oligopolio puro. Por el contrario, cuando se trata de productos o insumos diferenciados o sustitutos cercanos se define como oligopolio diferenciado. Al igual que la estructura de mercado monopólica competitiva, el oligopolio se ubica entre los extremos de la competición perfecta y el monopolio. La concentración de la industria se puede medir por el porcentaje de las ventas totales constituidas por las cuatro u ocho empresas principales.

1.2. Surgimiento

LeRoy Miller (1986:304-3060) señala que el oligopolio ocurre debido a: (1) economías de escala, (2) barreras para la entrada y (3) fusiones. Quizá la causa más poderosa que se aduce acerca de la existencia del oligopolio implica a las economías de escala³. Las economías de escala pueden hacer que no sea rentable para más de unas pocas empresas coexistir en el mercado, por eso las empresas pequeñas poco a poco abandonarán el negocio o serán absorbidas por una empresa mayor, en conjunción con una demanda limitada de mercado. En lo referente a las barreras estas incluyen las legales, las naturales, el acceso a tecnologías, la diferenciación de producto, las medidas sanitarias y fitosanitarias, el costo elevado de entrada y obtención de reputación, el gasto para el registro de patentes, las actividades de *dumping*, el control y la

3 Las economías de escala se definen como una situación de producción en la que duplicar los resultados de producción es menor que duplicar los costos totales. Cuando existen verdaderamente economías de escala, la gráfica de costo total promedio de la empresa tendrá una pendiente negativa a medida que produce cada vez más. Esto es el costo total promedio se puede reducir al continuar ampliando la escala de operación.

propiedad de los suministros críticos, el costo de aprendizaje y las medidas estratégicas para disuadir a otras de entrar.

Otra causa del surgimiento de estructuras oligopólicas de mercado es la fusión de cierto número de empresas bajo una sola propiedad o control. Hay dos tipos de fusiones – la horizontal y la vertical. La horizontal comprende empresas que venden un producto semejante. La fusión vertical comprende la unión de una empresa ya sea con el proveedor de un insumo o con una empresa a la cual vende su producto. Obviamente, las fusiones verticales no originan un oligopolio tal como se definió en líneas arriba.

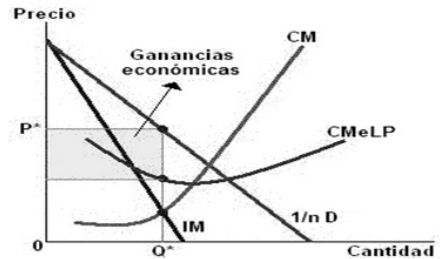
1.3. Poder monopolístico y rentabilidad

Las empresas oligopólicas por su posición ejercen un poder de mercado provocando que los precios sean más altos y la producción sea inferior al nivel ofrecido por un esquema competitivo. En algunas ocasiones, la competencia oligopólica puede presentar un alto grado de competitividad; sin embargo, los oferentes tienen incentivos para interrelacionarse más cooperativa que competitivamente fijando los precios o repartiendo los segmentos del mercado, lo que provoca una situación parecida al monopolio.

La empresa oligopolista busca maximizar sus ganancias, lo cual logra donde el costo marginal (CM) iguala al ingreso marginal (IM), y las ganancias quedan determinadas por la diferencia entre el precio (P^*) y el costo medio (CMeLP), véase gráfico 1. En la medida que existan barreras a la entrada será posible mantener estas ganancias en el largo plazo.

Según Pindyck y Rubinfeld (2005:435) en las industrias oligopolísticas, el poder de

Gráfico 1. Empresa oligopólica: maximización de ganancias



monopolio y la rentabilidad dependen, en parte, de cómo se interrelacionen las empresas. Por ejemplo, si la interrelación es más cooperativa que competitiva, las empresas pueden cobrar precios muy superiores al costo marginal y obtener grandes beneficios.

1.4. Determinación de precio y cantidad

Para Bassola (2005:277) dado que existen pocos vendedores, cada uno de ellos estará atento a las decisiones de los demás para reaccionar en consecuencia. Así, además de las variables de producción (costo e ingreso) debe incluirse en el análisis del oligopolio la posibilidad de reacción ante las decisiones de otras empresas. Esto hace que no haya un modelo general de oligopolio, sino muchos distintos que contemplan diversas situaciones posibles, intentando explicar todas las posibles conductas de las empresas en los oligopolios, por lo que el estudio del oligopolio es un campo difícil y en continuo cambio. En realidad, es imposible trazar cualquier demanda específica que presente el oligopolista pues debe tomar en cuenta la reacción de los otros oligopolistas.

Los modelos de oligopolio podrían dividirse en dos grandes grupos:

- Modelos tradicionales.
- Modelos de teoría de juegos.

También, a veces se habla de:

- Modelos de oligopolio puro como el modelo de la curva de la demanda quebrada.
- Modelos de colusión, donde las empresas se coluden para comportarse como monopolistas.
- Modelos de liderazgo de precios, como el caso de la empresa dominante.

Para comprender los mercados oligopolísticos con productos homogéneos o con diferenciados y en situaciones de cooperación o no, es necesario introducir conceptos básicos de la teoría de juegos y de las estrategias, como el equilibrio de Nash, el modelo de Cournot, el modelo de Bertrand y el modelo de Stackelberg⁴. ¿Cuál es el más adecuado? Depende de la industria. Si se trata de una industria formada por empresas más o menos parecidas, ninguna de las cuales tiene una gran ventaja operativa o una poderosa posición de liderazgo, probablemente sea más apropiado el modelo Cournot. En cambio, algunas industrias están dominadas por una gran empresa que normalmente toma la delantera a la hora de introducir nuevos productos o fijar precios, en ese caso sea más realista el modelo Stackelberg.

1.5. Dilema del prisionero y fijación de los precios⁵

Las empresas oligopolísticas frecuentemente se encuentran en el dilema del pri-

sionero: competir agresivamente, intentando acaparar la mayor parte del mercado, o si cooperan y compiten pasivamente participando implícitamente en colusión con la competencia. Si las empresas compiten pasivamente, fijando unos precios altos y limitando la producción, obtienen más beneficios que si compiten agresivamente entre sí.

En los mercados oligopólicos, basados en el dilema del prisionero o colusión implícita, existen al menos dos modelos para determinar el precio y la cantidad que ofrecen a los consumidores:

- El modelo de la empresa dominante: en este caso, la empresa líder tiene alguna ventaja empresarial significativamente grande sobre las otras, llevándola a fijar primero la decisión de la cantidad a producir y el precio, tomando en cuenta la posible respuesta de la oferta de las empresas más pequeñas. Ante estas señales de precios, las empresas "seguidoras de precios" o pequeñas tienen dos opciones: toman los parámetros establecidos por la empresa líder o se ubican en un nivel donde puedan competir.
- El modelo de rigidez de precios: las empresas oligopólicas se ponen de acuerdo para actuar coordinadamente a la hora de ofrecer sus bienes y fijar sus precios, con lo que logran mayor beneficio total para cada una de ellas, que cuando actúan por separado, lo que en ocasiones lleva a una situación parecida, desde el punto de vista de los consumidores, a la del monopolio. Como la colusión implícita tiende a ser frágil, por esa razón la rigidez de los precios puede ser característica de las industrias oligopólicas. Esta rigidez constituye la base del modelo del oligopolio basado en la curva de demanda quebrada, que se dis-

4 Véase Pindyck y Rubinfeld (2005) para una descripción de estos modelos.

5 El dilema del prisionero consiste en que dos prisioneros han sido acusados de colaborar en la comisión de un delito. Se encuentran en celdas separadas y no pueden comunicarse entre sí. A cada uno se le pide que confiese. Si confiesan ambos, cada uno es condenado a cinco años de prisión. Si no confiesa ninguno de los dos, es difícil demostrar la culpabilidad, por lo que los prisioneros pueden tratar de llegar a un acuerdo con el fiscal y conseguir una condena de dos años. En cambio, si confiesa uno de los prisioneros y el otro no, el que confiese solo será condenado a una pena de un año, mientras que el otro será condenado a una pena de diez años.

tingue porque en los niveles de precios más altos, la demanda es muy elástica, mientras que en los niveles más bajos es inelástica.

1.6. Sistema financiero: concentración y poder de mercado

El sistema financiero de un país canaliza el ahorro hacia la inversión por medio de los mercados financieros y de las instituciones financieras especializadas. La estructura financiera se define como el conjunto de instituciones financieras, tecnologías y regulaciones que conforman la actividad financiera en un determinado momento. Para Camacho (1999:5), aunque el tamaño, estructura y eficiencia de los sistemas financieros parece estar asociado con el nivel de desarrollo económico del país, la evidencia reciente ha demostrado que las políticas macroeconómicas, así como el grado de apertura e integración a los mercados internacionales, y el alcance y efectividad de la regulación y supervisión bancaria son también factores que inciden sobre la eficiencia y competitividad de estos mercados.

Camacho (1996:13) plantea que el desarrollo de los intermediarios financieros responde a cuatro factores: 1) las oportunidades de crecimiento y desarrollo de los intermediarios financieros, producto de la reactivación económica; 2) la eliminación de las distorsiones y el aumento de la eficiencia que promueven los procesos de liberalización financiera; 3) la intensificación de la competencia y la búsqueda de eficiencia de los intermediarios, promovidas por la apertura a la banca extranjera y la conformación de grupos regionales, y 4) el incremento parcial de la solidez y la solvencia de los sistemas financieros que introduce el fortalecimiento y ampliación de cobertura de la supervisión.

El estudio de los efectos de la concentración sobre la competencia en el sistema financiero ha sido abordado desde varios puntos de vista. Inicialmente el paradigma Estructura-Conducta-Resultado (ECR) y la hipótesis de eficiencia analizan, respectivamente, si un mercado concentrado genera colusión entre los principales bancos, lo que conduce a la obtención de mayores beneficios, o si es la mejor eficiencia de los principales actores la que genera sus mejores resultados y aumento de cuota de mercado. Estos análisis iniciales no proporcionan una explicación completa de la competencia en el mercado a partir de su estructura. Posteriormente, el modelo de Panzar y Rosse (1977; 1987) trata de calcular más formalmente el nivel de competencia del mercado y determinar la estructura competitiva mediante la obtención de un indicador que proporciona una medida continua y creciente del grado de competencia existente en un mercado.

Los primeros estudios empíricos basados en este modelo muestran que los sistemas bancarios presentan típicamente una estructura de competencia monopolística, de modo que el análisis de los factores que determinan el grado de competencia (imperfecta) en el sector bancario es clave. Así, al considerar los efectos de la consolidación sobre la competencia del sector Bikker, Spierdijk y Finnie (2006b) introduciendo en su modelo el tamaño de las entidades dividiéndolas en deciles, no simplemente separándolas entre grandes y pequeñas, y distinguiendo entre países desarrollados y emergentes, concluyen que el grado de competencia es menor en países desarrollados y bancos muy grandes, lo que sugiere que la consolidación de entidades grandes lleva a un menor grado de competencia entre estas entidades de mayor tamaño, conclusión que no se mantiene para segmentos de bancos de

menor tamaño y sectores bancarios de países no desarrollados.

La crisis ha fomentado la consolidación y concentración de muchos sectores bancarios, alimentando el debate sobre los efectos de una mayor concentración sobre el nivel de competencia y la estabilidad del sistema. No obstante, las conclusiones de la literatura sobre este tema no soportan que exista una relación directa entre concentración y poder de mercado en los sistemas bancarios. Múltiples estudios tratan de contrastar la existencia de esta relación en sistemas bancarios completos, o realizando una simple segmentación entre bancos grandes y pequeños. Estos estudios (Bikker, Spierdijk y Finnie, 2006a, 2006b, 2007; Claessens y Laeven, 2004) no encuentran una relación directa entre concentración y poder de mercado, excepto en el caso de países desarrollados y bancos muy grandes. El nivel de competencia y eficiencia del sistema parece estar más influenciado por el grado de concentración tanto de los depósitos como de cartera de créditos, que por el número de participantes en el mercado. En definitiva, diferentes estudios llegan a diferentes conclusiones relativas a los efectos de la concentración sobre la competencia, lo que implica que la relación no está clara ni es fácilmente contrastable.

La conclusión principal (Zurita, 2014:21) es que la mayor o menor concentración de un mercado es una variable a tener en cuenta a la hora de estudiar la competencia de un sistema financiero, pero hay otras variables que influyen también en la actividad de las entidades y el nivel de competencia de los sistemas, entre las que hay que mencionar la herencia histórica política de cada país, la contestabilidad del mercado, el entorno institucional y regulatorio y el ciclo económico, entre otras.

2. Represión financiera y el proceso de liberalización: una síntesis

2.1. Represión financiera

2.1.1. Ocurrencia y objetivos de la represión

Para Reinhart, Kirkegaard y Sbrancia (2011) la represión financiera ocurre cuando hay políticas que canalizan hacia el gobierno fondos que en un mercado desregulado habrían tomado otra dirección; por ejemplo, préstamos obligados de fondos públicos nacionales cautivos (como fondos de pensiones o bancos nacionales) al gobierno, topes explícitos o implícitos a las tasas de interés, regulación de la circulación transfronteriza de capitales y, en un plano general, una conexión más estrecha entre el gobierno y los bancos, ya sea explícitamente mediante la participación pública en el capital de un banco o mediante una “persuasión moral” intensa. La represión financiera a veces está asociada también a requerimientos de encajes (o niveles de liquidez) relativamente altos y no remunerados, tributación de la compraventa de títulos, prohibición de compras de oro o colocación de volúmenes significativos de deuda pública no negociable. En los análisis de política actuales, la represión financiera forma parte del concepto global de “regulación macroprudencial”, que se refiere a los esfuerzos de un gobierno por proteger la salud del sistema financiero en su totalidad y anticiparse a eventuales riesgos.

Uno de los principales objetivos de la represión financiera consiste en mantener las tasas de interés nominales más bajas de lo que habrían sido en mercados más competitivos. Si todas las demás circunstancias se mantienen iguales, esto reduce el pago de intereses del gobierno sobre una

determinada masa de deuda y contribuye a recortar el déficit. Sin embargo, cuando la represión financiera produce tasas de interés reales negativas (tasas nominales que están por debajo de la tasa de inflación), reduce o liquida las deudas vigentes y termina equivaliendo a un impuesto; es decir, una transferencia de los acreedores (ahorristas) a los prestatarios, incluido el gobierno (Reinhart y Sbrancia, 2011).

2.1.2. Represión en el sistema financiero

McKinnon (1973) y Shaw (1973) subrayan que un sistema reprimido por restricciones financieras como los topes a las tasas de interés activas y pasivas, la canalización del crédito, los requerimientos de encaje, entre otros, inhiben el desempeño de los intermediarios financieros al no permitir el aumento del ahorro ni la asignación eficiente del capital a las inversiones más productivas. En consecuencia, la desregulación o liberación de las operaciones financieras permite que los precios determinen libremente el ahorro y la inversión, lo que estimula el crecimiento económico en el largo plazo.

Es importante mencionar que tanto McKinnon como Shaw soslayan que pese al entorno de represión el sistema financiero mantenía una estructura oligopólica de mercado. Quizá se amparan en el argumento que los servicios financieros, en particular, involucran economías de escala que promueven la formación de conglomerados oligopólicos. Los análisis de estos autores se circunscriben fundamentalmente a considerar como represión la fijación de la tasa de interés así como la cantidad y el destino del crédito por parte del Estado, representado por el banco central. También vale señalar que el sector financiero tenía una importante representación en la junta directiva de la autoridad

monetaria, por tanto fueron partícipes al momento de fijar las tasas de interés y la actividad crediticia.

Para McKinnon (1973) y Shaw (1973) la liberación financiera consiste en la disminución o eliminación de las restricciones financieras, sobre todo permitiendo que las fuerzas del mercado determinen libremente los niveles óptimos de las tasas de interés reales. Una vez que estas se hayan ubicado en su equilibrio de mercado competitivo, el crecimiento económico se acelerará después de que aumentara tanto el volumen como la eficiencia del ahorro y la inversión en la economía. La represión financiera no solo distorsiona la fijación de precios en la economía, sino que también, de acuerdo con el paradigma de McKinnon-Shaw, crea un sistema económico dual, donde una parte de las empresas que tiene acceso a financiamiento subsidiado tenderá a utilizar tecnología intensiva en capital, mientras que el resto de empresas que sean excluidas del financiamiento podría llevar a cabo proyectos de inversión de rendimiento atractivo pero con vencimiento de corto plazo. En este sentido, un programa de liberación financiera que pretenda mejorar el desempeño económico debe comprender seis aspectos (Williamson y Mahar, 1998:2): eliminación del crédito selectivo, desregulación de las tasas de interés, libre entrada al sector bancario o la industria financiera en general, autonomía bancaria, privatización bancaria y desregulación de los flujos internacionales de capital.

En cuanto al manejo de la política monetaria, se produce la sustitución de los instrumentos de control directo de liquidez (requerimientos de encaje y de inversiones obligatorias, topes a la tasa de interés, adelantos y redescuentos, entre otros) por aquellos más consistentes con un sistema

financiero desregulado como son las operaciones de mercado abierto (OMA). A los primeros se les considera como un impuesto a la intermediación financiera mientras que las OMA no son impositivas y pueden participar en ellas las instituciones que así lo desean. En las OMA también puede participar el público en general. Más aún, a los bancos centrales les han sido eliminadas otras responsabilidades como la regulación de la demanda interna, el crecimiento del empleo y la canalización de recursos a actividades prioritarias

Tomando como base los objetivos apuntados, las economías latinoamericanas desde los años 80 del siglo pasado iniciaron un proceso de desregulación de sus sistemas financieros, suprimiendo todos aquellos elementos que reprimían el accionar del sistema financiero.

2.2. Resultados de la liberalización financiera

Resumiendo lo señalado en párrafos anteriores, el modelo desregulador tiene como premisas fundamentales:

1. El sistema financiero es la vía más eficiente para canalizar el excedente económico a la inversión productiva pues reduce el costo de los recursos.
2. El desarrollo financiero eleva la propensión a ahorrar y acelerar el crecimiento económico.
3. La intervención estatal en los mercados financieros es innecesaria y costosa.

Tras treinta años de haber iniciado la liberación del sistema financiero, no cabe duda que tal proceso ha resultado en una enorme expansión de intermediación financiera asimismo de innovación y de un aumento de los activos financieros de los

intermediarios, expresados como porcentaje del PIB. Antes de la crisis financiera 2007-2009, la banca había evolucionado del negocio tradicional de recibir depósitos y conceder préstamos, hacia la provisión de servicios a inversores y la realización de inversiones con fondos propios. El margen financiero perdió importancia y de invertir en la red de sucursales se pasó a invertir en redes de comunicación, tecnología de información y talento humano altamente especializado.

Pasada la crisis se ha vuelto a la banca tradicional, el margen financiero ha recobrado importancia y la participación bancaria en los activos financieros ha aumentado o se ha mantenido con relación a los niveles anteriores a la crisis. La crisis marca, a la vez, una tendencia a una mayor concentración.

Sin embargo, desde una perspectiva más amplia la liberalización ha aumentado la fragilidad de las instituciones financieras, la inestabilidad macroeconómica y la probabilidad de crisis financieras y, por lo tanto, ha exacerbado la caída de la tasa de crecimiento económico de largo plazo. Williamson y Mahar (1998), en un estudio de 34 países que liberalizaron sus sistemas financieros entre 1973 y 1996, no encontraron pruebas que indicaran que la liberalización financiera aumentó el volumen de ahorro de los países. Por su parte, Arestis (2005) argumenta que existen pruebas de que la desregulación desató muchas crisis financieras alrededor del mundo, en particular en las economías emergentes, lo cual ha sido un desastre mayúsculo para muchos países; se han presenciado problemas bancarios sustanciales cuyos costos de rescate ascendieron a más de 15% del producto interno bruto (PIB). La conclusión obtenida de este proceso es que los efectos positivos del desarrollo financiero sobre el

crecimiento económico no se garantizan bajo un ambiente desregulado.

Además, las reformas no han podido eliminar completamente la estructura oligopólica del sistema bancario, que se traduce en elevados costos de intermediación a pesar de la entrada de la banca extranjera en la segunda mitad de los años noventa.

De acuerdo con Celso Garrido y Tomás Peñalosa, la estructura del mercado es un factor que puso en riesgo la liberalización del sistema financiero:

En lo que se refiere a las estructuras de mercado, cuando estas se conforman según sistemas bancarios de consorcio u oligopólicos se pone en peligro la liberalización financiera, porque los cárteles bancarios entran en acción para fijar las tasas de interés cuando los organismos gubernamentales dejan de hacerlo. La existencia de ese tipo de sistemas bancarios explica, por ejemplo, uno de los enigmas clásicos de las experiencias de liberalización financiera, como es la aparición de altísimas tasas de interés reales de préstamo y amplios márgenes de utilidades bancarias que regularmente acompañan a estas experiencias (Garrido y Peñalosa, 1996:73-74).

De esta manera, la liberalización financiera (no intervención gubernamental), bajo una estructura de competencia oligopólica, no se traduce en una reducción del costo de la intermediación financiera vía disminución de la tasa de interés cobrada por los bancos por el otorgamiento crediticio, porque los cárteles bancarios sustituyen la función del Estado en la fijación de los precios financieros, imponiendo altas tasas de interés para priorizar el incremento de sus márgenes de utilidades.

Más aún, se considera que la libre movilidad de los capitales –libre circulación transfronteriza de capitales, como algunos

la llaman-, que ha conllevado la desregulación financiera, es la principal causante de la crisis financiera iniciada en el 2007 y que representa la peor caída de la actividad económica y financiera mundial desde la Gran Depresión⁶. Stiglitz (2010) es contundente al afirmar que quienes argumentaban a favor de la desregulación –y que siguen haciéndolo a pesar de las evidentes consecuencias- aducen que los costos de la regulación exceden a los beneficios. Dado que los costos presupuestarios y reales de esta crisis en todo el mundo ascienden a billones de dólares, resulta difícil entender cómo sus defensores puedan seguir manteniendo esa postura.

Roger (2011) señala que la crisis financiera mundial también obliga a reevaluar la relación entre la política monetaria y las políticas orientadas a preservar la estabilidad financiera y, en particular, a considerar si la política monetaria debería responder directamente ante los posibles riesgos para la estabilidad financiera o solo en la medida en que ellos afecten las perspectivas de inflación y crecimiento.

Así pues, la desregulación ha significado nuevos retos para la administración de la política monetaria. De modo que el insuficiente desarrollo de la estructura financiera –poca diversidad de instrumentos de ahorro, escasez en la oferta de títulos privados con alta calificación crediticia, incipientes mercados de capital-, el cuantioso movimiento internacional de capital especulativo, la multiplicación de las fuentes de fondeo bancario y la desregulación del crédito interno obligan a la autoridad monetaria a demandar volúmenes importantes de valores gubernamentales con fines

⁶ Véase Dierckxsens et al (2010) para conocer las causas y costos de la actual crisis. También véase Baroni (2011) para ver el impacto de la crisis en los países centroamericanos.

de estabilización monetaria (contención de la inflación y control del tipo de cambio), provocando sobreendeudamiento público.

La situación descrita se complica cuando la banca central o ente emisor, ante la carencia de valores del Estado, tiene que salir con sus propios títulos a absorber liquidez, provocando las conocidas pérdidas cuasi-fiscales, poniendo en riesgo la capitalización de la autoridad monetaria central. Es interesante observar que con la liberalización financiera se limita –y en algunos se prohíbe constitucionalmente– el crédito de la autoridad monetaria al gobierno pero no se establece un límite al banco central en la emisión de valores para la estabilización monetaria. Esto significa, que en la actualidad el banco central ha reducido su capacidad de influir en la liquidez o en las condiciones de la economía, prevaleciendo el accionar o las decisiones que tomen las instituciones financieras. Ahora, las instituciones del sistema financiero son las que deciden cuanta liquidez “venderle” al banco central.

Hoy en día, los modelos macroeconómicos tradicionalmente utilizados por los bancos centrales para sus análisis y pronósticos de política monetaria no dan suficiente cabida a las interacciones que tienen lugar dentro del sector financiero en un entorno de liberalización.

3. Política monetaria hondureña en el marco de liberalización financiera y oligopolio bancario

3.1. Principales reformas de la liberalización financiera

La promulgación de la Ley de Ordenamiento y Ajuste Estructural de la Economía, en marzo de 1990, sentó las bases para la liberalización comercial y financiera de

la economía hondureña. Tres son las medidas concretas de este programa (Valladares, 2001:216-217): i) devaluación monetaria para liberalizar el mercado cambiario al pasar de un sistema de tipo de cambio fijo a uno variable; ii) dejar libre la tasa de interés para liberalizar el mercado de crédito; y, iii) la desgravación arancelaria para liberalizar el comercio internacional.

Así, tras 70 años de preservar un tipo cambio fijo de dos lempiras por dólar, en 1990 se liberalizó la política cambiaria. Además, se desreguló la tasa de interés activa; aunque vale advertir que el principal precio del mercado financiero comenzó a liberalizarse en 1981, cuando quedó enteramente libre la tasa para operaciones pasivas⁷. En cambio, el proceso de la desregulación de la tasa activa inició en octubre de 1990 y culminó el 12 de noviembre de 1992.

Tábora (2007:16) señala que las tasas de interés activas pasaron de 20% a finales de 1989 a 25.15% en 1991, 27.09% en 1992, hasta alcanzar niveles de 35% en 1993, 40% en 1995 y 42% en 1996. Estas altas tasas de interés provocaron una especulación financiera que desestimuló la inversión productiva real en la economía y promovió el auge del comercio y los servicios financieros. En ese mismo período, aunque las tasas pasivas aumentaron, no experimentaron el mismo crecimiento que las tasas activas, ya que pasaron de 10.5% en 1989 a 18% en 1996, y con ello provocaron que fueran los bancos quienes obtuvieran las rentas correspondientes.

En el sistema bancario las reformas estructurales estuvieron encaminadas a permitir el ingreso de nuevos intermediarios nacionales y extranjeros⁸ y al incremento del

⁷ En 1978 se había liberalizado solo la tasa para los depósitos a plazo.

⁸ Para 1995 solo operaban 14 instituciones bancarias.

capital mínimo. Schneider (2014:255), al evaluar el proceso, sostiene que la liberalización de principios de 1990 provocó una ola de fracasos y concentraciones debido a la creciente competencia internacional, las malas prácticas de la banca nacional, una apertura económica demasiado rápida y no regulada, y la acrecentada volatilidad de los mercados internacionales de capital. El sector bancario se aglutinó en un reducido número de grandes bancos, con tres cuartas partes de los activos del sector concentrados en seis bancos dominados por redes familiares.

En cuanto al banco central, desde 1996 se priorizó como principal instrumento monetario las operaciones de mercado abierto, se redujo y unificó los requerimientos de encaje para todas las instituciones y se limitó la política de redescuentos así como el crédito al gobierno, entre otras reformas. En el plano institucional, se desligó del banco central la labor de supervisión y regulación del sistema financiero, creándose la Comisión Nacional de Bancos y Seguros (CNBS). Finalmente, para fortalecer la credibilidad de la autoridad monetaria, con las reformas los directores desde 1996 son funcionarios a tiempo completo y, quizá lo más importante, se fijó como único objetivo del ente emisor el control de la inflación, el cual se expresa en el mantenimiento del valor interno y externo de la moneda nacional.

3.1.1. Banco central y el objetivo desinflacionario

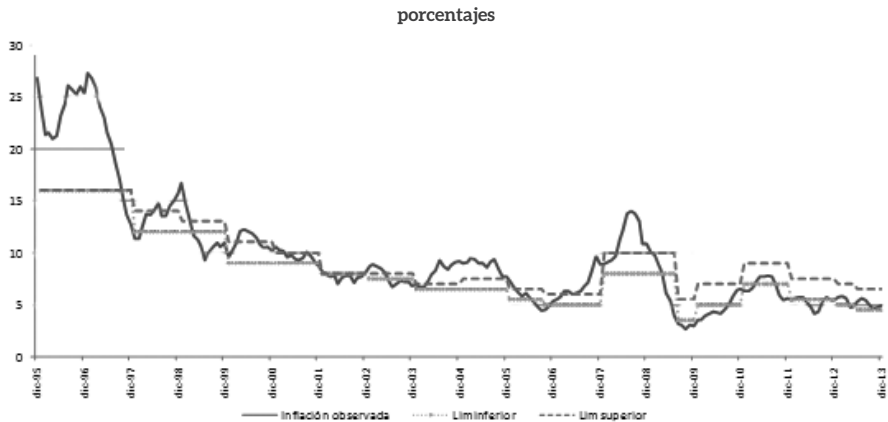
El Banco Central de Honduras (BCH) con las reformas aprobadas a su ley orgánica en 1996, adoptando como objetivo el mantenimiento interno y externo de la moneda nacional, proclama que la gestión de la política monetaria estará basada en metas de inflación. Sin embargo, dada la vulne-

rabilidad de la economía hondureña ante los choques económicos internacionales, así como su débil marco institucional e inestabilidad macroeconómica puede considerarse que el BCH adoptó la versión *lite* del régimen de metas de inflación. Como expresa Stone (2003:8) este es un régimen donde los bancos centrales anuncian un objetivo de inflación amplio pero debido a su credibilidad relativamente baja no son capaces de mantener la inflación como el objetivo de política más importante.

Merece reconocer que el BCH, siguiendo un régimen de metas de inflación *lite*, ha logrado reducir la inflación desde los niveles relativamente altos presentados en 1996. En el gráfico 2 se aprecia que el nivel de precios desde 1996 muestra una notable caída, solo interrumpida en forma evidente en 2008, debido al alza en los precios internacionales del petróleo y materias primas. También se observa que el nivel inflacionario más bajo se registró en 2009 por el declive de la demanda interna y externa provocado por la crisis internacional y el golpe de Estado.

Durante el período analizado se presentaron, aisladamente, resultados en los precios que coincidieron con la zona proyectada (véase gráfico 2); sin embargo, desde 2009 el nivel inflacionario registrado a diciembre de cada año ha caído dentro de la banda programada por el BCH, aunque a lo largo de los meses previos haya presentado desviaciones. Probablemente esto se deba a las revisiones más periódicas que realiza el BCH a su programa monetario. Más aún, en 2009 la inflación estuvo por debajo del límite inferior. Este mismo hecho ocurrió en el período 2011-2012.

La sociedad ha tenido que pagar un costo por esta política antiinflacionaria seguida por la autoridad monetaria. El rendimien-

Gráfico 2. Inflación observada y banda inflacionaria meta

Fuente: elaboración propia con base a datos del BCH.

to de las letras emitidas por el ente monetario ha sido superior al ofrecido por el sistema bancario, quien a la vez es el mayor inversionista en tales instrumentos, con el 90% de la emisión total. De modo que los bancos se quedan con un excedente luego de pagarles los intereses a sus depositantes. El manejo monetario solo con instrumentos indirectos ciertamente ha estimulado las actividades especulativas por parte de la banca.

La especulación financiera se ha tornado más segura y rentable con las operaciones de mercado abierto del banco central. El costo financiero de estas inversiones especulativas es cubierto, en primera instancia, por el banco central mediante los ingresos provenientes de las inversiones con los activos externos. De generarse pérdidas, estas son trasladadas a la Secretaría de Finanzas para que sean financiadas por los ingresos fiscales o por un mayor endeudamiento. Constituyéndose en una nueva forma de acumulación y distribución de la riqueza.

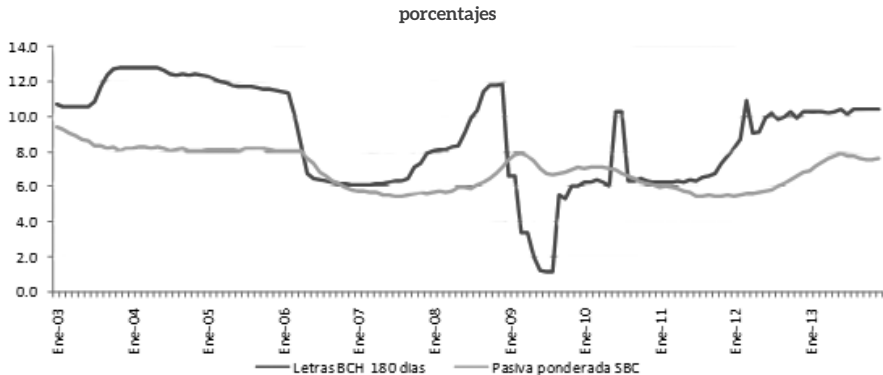
En el gráfico 3 se observa que la tasa de las emisiones con fines de control monetario,

representada por las letras a 180 días emitidas por el BCH, si bien es más volátil ha estado por encima de la tasa pagada por bancos a sus depositantes, simbolizada por la tasa pasiva ponderada del sistema bancario, con excepción del período 2009-2010 cuando la autoridad monetaria decidió aplicar una política monetaria expansiva, con medidas no ortodoxas dirigidas a promover la actividad productiva, la cual se detalla más adelante. A partir de 2011 la brecha entre ambas tasas tiende a preservar una distancia muy remarcada.

La tenencia bancaria de las letras emitidas por la autoridad monetaria están concentradas en los primeros cinco bancos más grandes, como se verá en el siguiente apartado, quienes actuando en forma coludida, invierten solo si la tasa de los instrumentos financieros de control de liquidez es mayor que la tasa pagada por ellos a sus depositantes.

El comportamiento anterior ha hecho que los ingresos del banco central, fundamentalmente provenientes por las inversiones de las reservas internacionales, resulten insuficientes para cubrir el costo de tales emisiones, ocasionando las llamadas pér-

Gráfico 3. Tasa de letras del BCH a 180 días y tasa pasiva ponderada del sistema bancario comercial



Fuente: elaboración propia con base a datos del BCH.

didas cuasifiscales. Este faltante es reconocido por la Secretaría de Finanzas, quien tiene que aumentar la carga tributaria o reducir el gasto público, o una combinación de ambas cosas, para recapitalizar o resarcir al banco central. Las pérdidas cuasifiscales del período 1998-2013 acumularon un monto de 9,671.2 millones de lempiras (casi US\$470 millones), equivalente a 2.6% del PIB de 2013.

En síntesis, es la sociedad, representada por el Estado, la que cubre el costo financiero pagado a los especuladores con las letras del BCH.

3.1.2. Comportamiento de la concentración bancaria en un mercado liberalizado.

Los índices de concentración, usualmente denotados por R-n, suman la participación relativa de las “n” firmas más grandes en el mercado. El cuadro 1 presenta los diferentes índices de concentración “R-n” que posee el sistema bancario comercial hondureño (SBCH), también conocido como las cuotas de mercado que poseen las “n” empresas más grandes del sector, y han sido calculados para el total de activos, car-

tera de préstamos y depósitos. El cálculo incluye el banco más grande (R-1), y para las 3 (R-3), 5 (R-5) y 10 (R-10) instituciones bancarias más representativas.

En el cuadro 1 puede constatar que, para las tres variables que sirvieron de referencia para calcular los índices de concentración, entre 1996 y 2013 existe una marcada tendencia a una mayor concentración del mercado. En la actualidad, el negocio bancario tiende a concentrarse alrededor de tres (R-3) y cinco bancos (R-5), aunque no deja de ser significativo el cambio positivo que experimenta tanto el banco más grande como los primeros 10 bancos. Así, en 1996 los tres más grandes bancos acaparaban una tercera parte de los activos, créditos y depósitos; sin embargo, para 2013 esta acumulación alcanza casi la mitad de la industria. Similar comportamiento presentan los primeros cinco bancos, puesto que tras concentrar en 1996 el 50% de las operaciones bancarias, ahora absorben el 70%.

En los tres casos se observa que el incremento más significativo de los índices de concentración ocurrió en el año 2000, como resultado del comportamiento ex-

pansionista que tuvo el sector. Además, en los años 1998-1999 se produjo la crisis financiera que conllevó a la liquidación forzosa del Banco Corporativo en octubre de 1999 y el cierre de una de las bolsas de valores. Esto significó una redistribución de los activos y pasivos del sistema bancario.

Es válido mencionar que en los años previos a 2008 el sistema bancario mostraba una leve trayectoria de desconcentración, en las tres variables analizadas, pero con la

crisis financiera internacional 2008-2009 este proceso se revertió con fuerza a una mayor concentración, sobre todo en la cartera de créditos y activos totales, al compararlos con los niveles precedentes. Esto permite suponer que la consolidación del SBCH ha estado orientada a ganar eficiencia, ya que aquellos bancos cuya participación en el sector era muy baja o marginal han salido del mercado o se han consolidado, lo que se ha traducido en mejoras en las economías de escala.

Cuadro 1. Honduras: Índice de concentración del sistema bancario 1996-2013

Años	porcentajes											
	Cartera de créditos				Depósitos del público				Activos totales			
	R-1	R-3	R-5	R-10	R-1	R-3	R-5	R-10	R-1	R-3	R-5	R-10
1996	12.2	34.6	52.8	77.7	14.3	35.2	53.2	79.0	12.4	32.6	50.2	76.4
1997	13.2	36.4	53.2	78.0	12.3	34.4	51.9	77.2	12.2	33.7	51.2	76.5
1998	14.2	35.3	52.9	76.8	13.7	34.9	52.6	77.0	14.2	34.9	52.0	75.5
1999	14.2	36.0	54.8	77.8	14.4	36.1	54.8	78.5	14.3	34.5	52.8	75.6
2000	16.8	42.3	61.6	80.5	17.1	41.9	62.0	81.7	16.7	40.9	59.7	79.6
2001	14.9	42.5	62.4	80.5	16.8	45.0	65.8	81.3	15.3	41.7	61.0	80.3
2002	17.1	42.9	65.3	83.7	16.4	47.1	68.3	85.3	15.8	43.1	64.0	84.4
2003	16.6	42.9	67.3	89.0	17.5	48.4	70.5	90.5	16.3	44.8	66.8	89.7
2004	16.4	44.7	67.2	90.5	16.5	46.6	70.1	89.9	15.6	43.7	66.1	88.8
2005	16.1	45.4	66.7	89.3	16.1	45.0	68.1	89.5	15.6	43.8	65.7	88.0
2006	15.2	42.5	64.3	73.0	15.5	42.0	65.4	89.4	17.1	45.9	67.8	89.6
2007	14.4	40.0	62.5	87.0	15.2	41.5	63.3	88.1	16.4	44.7	67.1	88.9
2008	15.7	43.7	68.2	90.8	16.8	45.7	68.7	92.1	16.4	46.9	71.2	92.5
2009	15.4	45.2	67.1	90.4	17.2	45.9	69.1	91.7	17.2	47.6	71.0	92.0
2010	17.0	45.3	67.4	90.6	17.7	46.8	70.3	92.3	18.9	49.8	71.4	92.5
2011	17.5	46.6	69.6	91.3	17.8	46.9	70.8	92.9	18.9	50.5	73.3	92.9
2012	17.0	46.7	69.7	91.3	18.6	47.7	70.6	92.5	18.5	48.8	72.4	92.5
2013	17.2	47.4	69.9	91.2	18.2	48.4	70.9	92.4	19.2	49.9	72.5	92.8

R-n: denota la participación relativa de las "n" firmas bancarias más grandes en el mercado. por ejemplo, R-5 es la participación relativa de los 5 bancos más grandes.

Fuente: elaboración propia con base a datos de la Comisión Nacional de Bancos y Seguros

En los años más recientes, tras la consolidación del sistema bancario, un dato interesante en el análisis de los índices de concentración es el hecho de que siempre son los mismos bancos los que preservan las primeras cinco posiciones, *los más grandes*: Banco Atlántida, Banco de Occidente, Banco FICOHSA, BAC Honduras y Banco del País. Este comportamiento se evidencia si se analiza el índice de concentración

en las utilidades netas del SBC, ya que en estos cinco bancos se concentra algo más del 70% de las utilidades, con 67% del capital total.

Esta situación implica que el rendimiento sobre el patrimonio de estos bancos sea mayor que el del resto de los bancos, lo que podría confirmar el paradigma ECR, es decir, que una mayor concentración

de mercado permite a estos bancos más grandes obtener rentas extraordinarias. Por ejemplo, en 2013 el rendimiento promedio sobre el patrimonio de los bancos más grandes fue de 26.4%, por encima del 14.5% promedio de todo el sistema. En este contexto, se puede pensar que la rentabilidad del SBCH se explica más por razones de participación de mercado que por razones de eficiencia.

Además del índice de concentración, resulta conveniente analizar el impacto que los cambios en la participación relativa de las pequeñas instituciones pueden tener sobre el nivel de concentración de los recursos y de la competencia interna. El índice de Herfindahl-Hirschman (IHH) sintetiza la información del tamaño relativo del mercado y de la distribución de la cuota de mercado de las empresas. De acuerdo con la evidencia empírica, cuando el IHH es inferior a 1000 indica que el mercado es desconcentrado. Si el índice se ubica entre 1000 y 1800 se dice que el mercado es moderadamente concentrado. Si el índice es mayor que 1800 se afirma que el mercado está altamente concentrado.

Para el caso del SBCH, el cuadro 2 presenta el comportamiento del índice de Herfindahl-Hirschman para todas las categorías analizadas anteriormente. Durante el período 1996-2000 el índice en todas las categorías es menor que 1000, por lo que bajo esta metodología es posible afirmar que el mercado financiero hondureño durante ese período fue de baja concentración.

Sin embargo, a partir del año 2001 se observa el impacto en el mercado de depósitos de la fusión entre las instituciones BANCAHSA y BANCAHORRO, formando el Banco Grupo El Ahorro Hondureño (BGA), elevando el índice IHH de los depósitos a 1002, con lo que el mercado de depó-

Cuadro 2. Índice de Herfindahl-Hirshmann bancos comerciales

Años	Activos	Créditos	Depósitos
1996	722	760	780
1997	735	777	745
1998	743	785	749
1999	752	786	791
2000	889	926	930
2001	902	929	1002
2002	972	995	1072
2003	1077	1106	1176
2004	1059	1088	1142
2005	1043	1078	1100
2006	1022	1045	1114
2007	968	1005	1077
2008	1038	1074	1143
2009	1033	1069	1141
2010	1043	1087	1174
2011	1077	1094	1195
2012	1067	1096	1155
2013	1129	1172	1210

Fuente: elaboración propia con base a datos de la Comisión Nacional de Bancos y Seguros

sitos a partir de ese momento se convierte en moderadamente concentrado.

A partir del año 2003 el IHH, tanto en los activos como en los créditos y depósitos, es mayor a 1000 pero sin superar el 1210, convirtiendo el mercado bancario de baja concentración a moderadamente concentrado. Por otra parte, al igual que ocurre con los índices de concentración R-n, el IHH presenta valores muy similares para las tres categorías de análisis, lo que induce a pensar que la distribución de mercado en dichas categorías es muy similar para todos los bancos. Aunque los datos de 2013 parecieran sugerir que el mercado bancario está siguiendo una senda a mayor concentración, siempre dentro del rango de una concentración moderada.

Según Navarro y Torres (2014:42) hay que tener en cuenta que el sistema financiero está sometido a un proceso constante de concentración que tiende a consolidar un tipo de banca global y cada vez más alejada del corazón de la economía más auténtica y productiva, de la pequeña y mediana empresa, de la actividad local o más pegada al

terreno o de los grupos de población más vulnerables o que no disponen de capital propio y a los que al mismo tiempo se les pide que sean emprendedores o que creen su propio empleo. Por tal razón, ambos autores proponen el reconocimiento constitucional de un principio que consagre el crédito y la financiación a la economía como un servicio público esencial, obligando a que su disposición necesariamente responda al interés general y no se resuelva en función del lucro de la banca privada. Esto no quiere decir que se nacionalice toda la banca, sino que la banca privada tenga que funcionar dentro de unos parámetros y con unos objetivos que sirvan al bien común.

3.2. Limitaciones de la política monetaria con un mercado bancario oligopólico.

3.2.1. Sistema bancario y la tenencia de valores gubernamentales

Como se ha señalado líneas arriba, con las reformas estructurales introducidas la gestión de la política monetaria se realiza con instrumentos indirectos, representados fundamentalmente en las operaciones de mercado de abierto (OMA). Es decir, con la compra venta de valores gubernamentales emitidos por el gobierno o por el propio banco central. En Honduras, la utilización sólida de las OMA comenzó en 1998 tras aprobarse las reformas a la Ley del Banco Central y la vigencia de la Ley de las Instituciones del Sistema Financiero. En el transcurso de los años, el gobierno central se ha especializado en la emisión de títulos de mediano y largo plazo denominados bonos mientras la autoridad monetaria, para el control de la liquidez, emplea las letras, que son valores de corto plazo cuyo vencimiento no ha sido mayor al año.

Los principales adquirientes de bonos y letras son el SBCH y los institutos públicos de

previsión social puesto que ambas son las instituciones que poseen la mayor liquidez de la economía hondureña. La tenencia de valores gubernamentales por parte del SBCH es un espejo de lo que ocurre con los activos, el crédito y los depósitos en el mercado bancario, con cinco bancos que dominan la posesión de tales títulos.

Para analizar la trayectoria concentradora en valores gubernamentales que ha tenido el SBCH se han tomado como base los datos del balance general presentados en la cuenta *inversiones en entidades oficiales* de cada institución bancaria, proporcionados por la Comisión Nacional de Bancos y Seguros (CNBS). Esta cuenta incluye tanto la tenencia en letras como en bonos. En consecuencia, se considera válida la vinculación entre las inversiones de los bancos en entidades oficiales y la gestión de la política monetaria, que pretende este trabajo.

En el cuadro 3 se presenta el índice de Herfindhal-Hirschman y el índice de concentración de la tenencia de valores gubernamentales por el SBCH. De acuerdo con el IHH, en los años 1998-2013 la tenencia de valores gubernamentales en el SBCH muestra una notable trayectoria a la concentración, con la presencia de períodos de una concentración moderada combinados con una alta concentración. En el lapso 1998-1999 la posesión bancaria de títulos del gobierno presentó una baja concentración; luego, la tenencia muestra un brusco giro hacia una alta concentración que comenzó en 2001 y terminó en 2007 y, seguidamente retorna a una moderada concentración dentro del rango 1425.5-1639.8 durante 2008-2013. En el cuadro 3 también puede apreciarse que la tenencia bancaria de valores públicos muestra desde 2009 una gradual inclinación a una mayor concentración, aproximándose a los límites del rango de alta concentración.

El índice de concentración confirma la trayectoria concentradora seguida por los bancos en valores estatales según el IHH, véase cuadro 3. En efecto, desde el año 2000 el banco más *acaparador* (R-1) mantiene, en promedio, más de una cuarta de la tenencia bancaria. De igual manera, las inversiones de los tres primeros bancos (R-3) representan algo más del 50% del total

de las inversiones del SBCH en valores gubernamentales. Asimismo, las inversiones en títulos emitidos por entidades oficiales de los primeros cinco bancos (R-5) han pasado de 53.3% en 1998 a 78.5% en 2013. Llama la atención lo ocurrido en 2007, donde el IHH es el más alto del período analizado con 2229.2, con lo cual ratifica el 40.6% poseído por un solo banco.

**Cuadro 3. Inversiones en valores gubernamentales del SBCH
(índice de concentración en porcentajes)**

Años	Índice Herfindhal-	índice de concentración		
		R-1	R-3	R-5
1998	746.5	13.2	35.3	53.3
1999	922.1	16.5	42.5	61.5
2000	1312.9	25.9	52.4	72.5
2001	2006.8	36.8	67.4	84.3
2002	2034.9	33.9	70.2	86.5
2003	2121.4	36.9	69.4	85.4
2004	1611.2	30.5	59.0	75.0
2005	1871.0	34.4	63.7	80.0
2006	2087.9	37.1	65.6	79.5
2007	2229.2	40.6	68.9	79.2
2008	1603.2	30.6	58.2	78.4
2009	1425.5	27.2	55.3	66.9
2010	1484.8	24.4	58.6	75.0
2011	1590.8	26.3	61.2	77.3
2012	1538.9	26.3	61.4	78.2
2013	1639.8	28.3	62.1	78.5

Fuente: elaboración propia con base a datos de la Comisión Nacional

La caída de una tenencia altamente concentrada a una de concentración moderada fue el resultado del proceso de aplicación de la supervisión enfocada en riesgos por la Comisión Nacional de Bancos y Seguros (CNBS), para evitar el contagio de la crisis financiera internacional iniciada en 2008, lo que se manifestó en la implementación de planes de negocios de forma prudente, selección cuidadosa de las carteras de crédito e inversiones y manejo adecuado de sus gastos de funcionamiento. A partir de ese año, el sistema de gestión de los riesgos de inversiones del SBCH debería reflejar

el tamaño, complejidad y calidad del portafolio de inversiones.

No obstante lo expresado en el párrafo anterior, quizá lo que provocó que los bancos más grandes aminoraran sus inversiones en valores gubernamentales en 2008, entre las cuales estuvo la reducción gradual de la tasa de política monetaria (TPM) desde 9% en diciembre del año en mención hasta 3.5% en junio de 2009. En consecuencia, la disminución de la TPM conllevó la baja tasa de interés de los valores gubernamentales. Las medidas contracíclicas, como se explica más adelante, estu-

vieron dirigidas a que el SBCH promoviera más el financiamiento a las actividades productivas y menos a las especulativas.

Como era de esperar, los mismos cinco bancos que predominan en los activos, la cartera de préstamos y los depósitos también concentran la tenencia de valores gubernamentales. Si bien todos los bancos pueden invertir en títulos públicos, tienen como restricción el monto de sus activos. La concentración bancaria de bonos y letras es superior a la de las tres variables analizadas en el apartado anterior. Este hecho es sumamente importante tomarlo en cuenta, sobre todo cuando se pretende desarrollar un mercado de valores y gestionar la política monetaria mediante OMA.

La operatividad de la política monetaria, mediante instrumentos indirectos de mercado, puede verse afectada por un entorno bancario oligopólico que, además de concentrar los activos y pasivos, acapara la tenencia de valores gubernamentales. En consecuencia, el resultado de las medidas de política de la autoridad monetaria dependerá de la reacción y aceptación de los bancos más grandes de tales medidas. Concretamente, en un mercado liberalizado donde impera contradictoriamente un sector financiero oligopólico, los grandes bancos son menos sensibles a las operaciones monetarias, lo cual podría estar asociado a su condición de proveedores de liquidez en el mercado interbancario y su poder de mercado.

Para Stiglitz (2014:18) el principal reto que enfrentará la economía mundial en las próximas décadas va más allá de moderar los excesos de la economía de mercado, y consiste entre otras cosas en evitar la toma de riesgos excesiva, los préstamos abusivos y la manipulación del mercado que tan claramente manifestaron las instituciones financieras en los últimos años.

3.2.2. Desarrollo del mercado de deuda pública y del mercado interbancario mediante reportos vinculados con la política monetaria

Los valores de deuda pública constituyen un instrumento ideal para la gestión de la liquidez del sistema financiero. El instrumento que articula el mercado de dinero y el mercado de deuda pública es el reporto. En la mayoría de los mercados avanzados de deuda pública se ha implantado, junto al mercado de deuda, un mercado de préstamos entre bancos con garantía o colateral (reportos). La existencia de un mercado de reportos ha demostrado ser un factor fundamental para conseguir un rápido y sólido desarrollo del mercado de deuda pública. Además, el mercado de reportos conlleva una serie de beneficios adicionales para el mercado de préstamos interbancarios y para la instrumentación de la política monetaria. En consecuencia, el desarrollo de un mercado de deuda pública a largo plazo y la eficiencia del mercado de dinero están íntimamente relacionados a través de la figura del reporto.

El reporto es un tipo de operación utilizado de forma mayoritaria para la gestión de la liquidez del sistema financiero. Desde esta función constituye el primer paso para el desarrollo de los mercados secundarios de deuda pública, ya que el subyacente más generalizado de los reportos es la deuda pública por su bajo riesgo. Con el reporto el repago de los préstamos interbancarios está garantizado, además permite conocer las tasas y el monto de la liquidez diaria que se mueve entre los bancos.

La razón por la cual el reporto ha demostrado ser tan importante en el desarrollo de los mercados financieros consiste en que este instrumento cumple una serie de funciones del todo imprescindibles. Des-

tacando la estructuración inmediata, con costos de transacción mínimos, de préstamos con garantía real y como mecanismo de interconexión entre el mercado de fondos interbancarios, la intervención monetaria y el mercado de deuda pública. El elevado volumen de los mercados de dinero y las consecuencias de su comportamiento sobre la liquidez del sistema financiero hacen que estos mercados sean de gran importancia estratégica para la implementación de la política monetaria y la gestión del riesgo del sistema. Sin la existencia de un mercado de dinero, basado en uno de reportos suficientemente ágil y eficiente, difícilmente se podrá esperar que se desarrolle el mercado de deuda pública a más largo plazo.

Para el manejo de la política monetaria, en un ambiente de liberalización financiera, la tasa de préstamos interbancarios diaria se sitúa en el extremo más corto de la curva de rendimientos y constituye el objetivo operacional del banco central, la cual debe fluctuar en torno al principal instrumento de la política monetaria como es la tasa de política monetaria (TPM) o tasa de intervención. De esta manera, el banco central ancla operacionalmente la TPM y facilita, en base a dicha tasa de interés y su evolución esperada por el mercado, el mecanismo de transmisión hacia las tasas de interés pasivas y activas de los bancos y al resto de los activos financieros de la economía.

Dicha transmisión de tasas y su efecto sobre el precio de los activos financieros, afecta el comportamiento de los agentes económicos, ajustando la demanda agregada de la economía para que en el horizonte se tienda a cumplir la meta de inflación. Debe tenerse en cuenta que los instrumentos monetarios indirectos están diseñados para facilitar la eficiencia en la

orientación de tasas a partir de la tasa de los préstamos interbancarios diarios, primer eslabón del mecanismo de transmisión de tasas.

El mercado interbancario representa la primera etapa del canal de transmisión monetaria, donde las acciones de política monetaria primero entran en contacto con el resto del sistema financiero. De hecho, una política monetaria eficaz requiere que la tasa de interés a un día, o interbancaria, se preserve en un promedio alrededor de la TPM.

En Honduras ha prevalecido un mercado informal de liquidez de préstamos interbancarios sin colateral y con escasa difusión de información, pese a los esfuerzos de la autoridad monetaria por desarrollar un mercado interbancario mediante reportos. Actualmente los préstamos interbancarios son garantizados con la emisión de un simple pagaré. Esto no ha permitido sentar las bases para un funcionamiento más eficiente de la gestión de la liquidez del sector financiero, un mejor monitoreo por parte del Banco Central de la liquidez del sistema, una mejor transmisión de las señales de política monetaria y un mayor desarrollo del mercado secundario de deuda pública.

Desde mayo de 2005 la TPM se constituyó como el principal instrumento de la política monetaria en Honduras, la que se revisa cada 45 días por la Comisión de Operaciones de Mercado Abierto (COMA). En la gráfica 4 se pueden observar dos momentos diferenciados. El primero corresponde a mayo 2005-abril 2012, durante el cual se observa que una parte sumamente importante de los movimientos de la TIB es explicada por las variaciones en la TPM, en consecuencia existe un porcentaje relativamente alto de correlación entre ambas

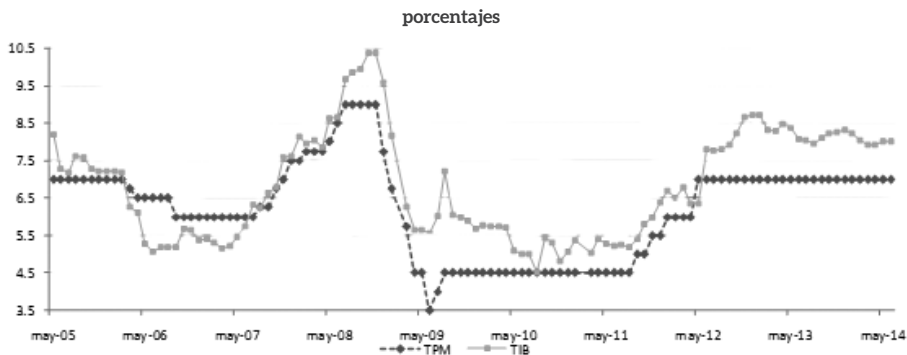
tasas. En este mismo periodo, la TPM en los primeros años mostró una mayor volatilidad comparada con el estancamiento mostrado durante agosto 2009-agosto 2011 cuando se fijó en 4.5%.

El segundo momento se inició a partir de mayo de 2012, cuando la TPM se elevó hasta 7% y permanece estacionada en ese porcentaje hasta hoy⁹. En este periodo, la tasa de préstamos interbancarios (TIB) está menos correlacionada con la TPM, comparada con 2005-2011. La TIB, con excepción de mayo de 2012, siempre ha estado por encima de la TPM y a partir de octubre de 2012 la brecha entre ambas tasas supera los 100 puntos básicos. Esto es muy significativo puesto que la TPM permanece estacionaria desde mayo de 2012. El banco central no ha tenido éxito en la dirección de la TIB, a pesar de mantener

sin variación la TPM. En consecuencia, la tasa de préstamos interbancarios diaria no ha logrado constituirse como el objetivo operacional del banco central; es decir, desde mayo de 2012 la TIB ha estado lejos de ser la meta operativa de la TPM.

En definitiva, la TPM y la TIB no han estado altamente correlacionadas durante el periodo de análisis. Esto es aún más evidente desde mayo de 2012. Las operaciones de mercado abierto del banco central han sido ineficientes en alinear la TIB más cerca de la TPM. Si la TIB ha estado por encima de la TPM esto significaría que el mercado bancario ha permanecido ilíquido (Ahumada, García, Opazo y Selaiwe; 2009:29-30). En Honduras esto no se aprecia en la realidad, como se verá en el próximo apartado.

Gráfico 4. Tasa de política monetaria (TPM) y tasa de préstamos interbancarios (TIB)



Por otra parte, si la TIB ha tendido a ser superior a la TPM significa que los bancos han estado utilizando de manera significativa las facilidades permanentes de inversión (FPI), tipo *overnight*, más que las facilidades permanentes de crédito⁹ (FPC). En efecto,

las FPI se cuadruplicaron entre 2006 y 2013, pasando de L141,567.3 millones en 2006 a L597,854.8 millones en 2013. Asimismo, en este último año el número de operaciones de FPI ascendió a 3,274 y cuyo monto de L597,854.8 millones (casi US\$30,000 millones) fue mayor en 69.9% a las registradas en 2012 (L245,990.8 millones, equivalente a US\$12,000 millones); en cuanto a las FPC, en 2013 se realizaron 25 operaciones por un monto de L5,483.0 millones (alrededor de

⁹ Según el BCH (2014:22): "En tal sentido, la TPM -variable operativa de señalización de la política monetaria- se aumentó en 250 puntos básicos (de 4.5% hasta 7.0% entre septiembre de 2011 y mayo de 2012), con el fin de incentivar el ahorro y mantener los niveles de inflación dentro de los rangos definidos en el PM y preservar la posición externa del país."

US\$275 millones), inferior en 54.9% al valor registrado a diciembre 2012 (L12,150.4 millones, equivalente a US\$600 millones). Esto tiene un fuerte impacto financiero para la

sociedad puesto que las FPI son remuneradas por la autoridad monetaria. Las FPI son inversiones voluntarias depositadas en el banco central.

Gráfico 5. Facilidades permanentes de inversión (FPI) y de crédito (FPC)



De existir un mercado interbancario sólido, eficiente e inclusivo de todas las instituciones financieras, la liquidez de la economía se distribuiría, al final del día, entre instituciones deficitarias y las superavitarias, mediante préstamos garantizados con valores gubernamentales. El banco central, en el mejor de los casos, solo realizaría una sola operación de crédito o de inversión, según sea la posición neta del sistema financiero. Esto permitiría una mejor gestión de la política monetaria y la formulación de un pronóstico de liquidez, como base para la administración de las reservas bancarias, dirigido al cumplimiento de la meta inflacionaria.

reducen a la realización de préstamos interbancarios solo con instituciones afines o relacionadas y, a negarse a la profundización de un sistema de comunicación de las operaciones de mercado interbancario por temor a que sea del conocimiento de la competencia.

Las intensas negociaciones para implantar un mercado de reportos han sido infructuosas. Los bancos concentradores de los títulos públicos, que son los primeros llamados a apoyar este mercado, han logrado imponer su jerarquía, imposibilitando la suscripción de contratos para operaciones de reporto. Las razones esgrimidas por las instituciones bancarias para oponerse se

Cuando las instituciones del SBCH no logran satisfacer sus necesidades de liquidez con las instituciones afines o relacionadas acuden a las facilidades permanentes de crédito del banco central, en vez de concurrir a las otras instituciones no afines. Esto es contrario al desarrollo del mercado de valores puesto que los bancos deberían primero agotar la liquidez existente en el sistema, aportando las garantías necesarias y, en última instancia acudir al banco central.

Quizá la razón no esgrimida por los banqueros, para la oposición al desarrollo de un mercado de reportos, colateralizado con valores de deuda pública, radique en la vinculación que realizan las instituciones

bancarias con la demanda legal interpuesta contra la autoridad monetaria. El banco central en 2007 estableció que las operaciones interbancarias, tal como lo indican los estándares internacionales, se realicen por medio del banco central y no por la bolsa de valores. Esta disposición rompió con la asimetría de información, sesgada para los propietarios de la bolsa de valores. Vale mencionar que entre los accionistas principales de la bolsa de valores están las instituciones bancarias oligosopnias de las letras del banco central, que en este caso actúan como modelo oligopólico de instituciones dominantes. El resto de bancos reconocen la urgente necesidad del mercado interbancario pero son solidarios con las empresas líderes.

La falta de operación de un mercado de reportos -dinámico, sistémico y de alto volumen-, ha impedido el desarrollo de los *swap* de monedas destinadas a modificar la liquidez de corto y mediano plazo, donde se ofrecen contratos de compra y venta de moneda extranjera, *spot* y *forward*, a cambio de moneda doméstica. Mediante este instrumento el banco central presta dólares a plazos entre 30 a 180 días con el objeto de otorgar liquidez en divisas. Los *swap* también se pueden utilizar en la eventualidad que la disponibilidad de colaterales elegibles para reportos sea insuficiente para la inyección deseada de liquidez por parte del banco central, utilizando divisas como colateral mediante las operaciones *swap*.

También la carencia de un mercado eficiente de reportos ha imposibilitado el monitoreo diario del pronóstico de liquidez para las futuras semanas, realizando las operaciones de ajuste en las reservas bancarias, según sea necesario, mediante las operaciones de reporto.

En consecuencia, la oposición no solo ha obstaculizado el trabajo del banco central, sino también no ha logrado aminorar los riesgos del mercado de préstamos entre los bancos. De igual manera ha impedido el avance del desarrollo de la deuda pública. Los cinco bancos concentradores del mercado bancario y de la tenencia bancaria de valores gubernamentales han logrado imponer su poder de mercado.

3.2.3. Política monetaria basada en instrumentos indirectos y los nuevos rentistas

Al aplicarse políticas de desarrollo del mercado de capitales en una economía cuyo sector bancario es oligopólico, con tendencia a un *holding* o conglomerado financiero, obliga al gobierno y al banco central a abastecer la demanda de títulos para los inversionistas institucionales ante la escasez de valores privados de alta calidad. Esto se agrava si son fuertes las necesidades de financiamiento del gobierno pues el sistema bancario en forma coludida solicitará mayores rendimientos por sus inversiones en valores gubernamentales. Esto genera incentivos para que los bancos se conviertan en rentistas del gobierno en lugar de cumplir con su función de intermediación financiera.

En un mercado donde los intermediarios financieros actúan coludidamente, valiéndose de la necesidad gubernamental de recursos, se genera un margen financiero libre de riesgo puesto que la tasa de rendimiento de los valores públicos es superior a la de los depósitos bancarios, produciendo pocos incentivos para el desarrollo de un mercado de valores privados a fin de conceder financiamiento a largo plazo para las empresas. En el cuadro 4 puede observarse cuánto representan los intereses, distintos de acciones, percibidos por

el SBCH con relación a las ganancias obtenidas. Estos intereses representan la renta bancaria por sus inversiones en títulos públicos. Por ejemplo, para 2013 la suma de los intereses pagados por el gobierno a los bancos representa un porcentaje mayor del monto de las utilidades bancarias.

Así, como se ha señalado en líneas anteriores, los bancos figuran entre los beneficiarios principales del presupuesto estatal, soslayando su función de intermediación financiera hacia los sectores productivos y, convirtiéndose en uno de los poderosos destinatarios del gasto público.

Cuadro 4. SBCH: Intereses por valores distintos de acciones y ganancias oéridas.

Años	Intereses por valores distintos de acciones	Ganancias o Pérdidas	Intereses percibidos por banca con relación a:		
	(Millones de lempiras)		Ganancias bancarias	Gasto público	PIB
	Porcentaje				
1998	437.2	663.5	65.9	3.0	0.5
1999	430.6	400.5	107.5	2.4	0.5
2000	472.6	-102.0	-463.3	2.2	0.4
2001	600.4	506.0	118.7	2.4	0.5
2002	606.7	497.6	121.9	2.3	0.5
2003	601.9	802.8	75.0	2.0	0.4
2004	877.4	1,069.2	82.1	2.7	0.5
2005	1,524.5	1,538.8	99.1	4.2	0.8
2006	1,856.6	1,858.3	99.9	4.7	0.9
2007	724.8	1,700.8	42.6	1.4	0.3
2008	1,506.9	2,910.6	51.8	2.6	0.6
2009	1,050.4	2,222.3	47.3	1.6	0.4
2010	1,622.0	2,431.3	66.7	2.5	0.5
2011	2,615.2	2,826.4	92.5	3.6	0.8
2012	3,403.9	3,731.6	91.2	4.2	0.9
2013	4,113.0	3,748.9	109.7	4.4	1.1

Fuente: elaboración propia basada en datos de la SECMCA y SEFIN

Durante el período 1998-2004 el pago de intereses a la banca, con relación al gasto público y al PIB, se mantuvo relativamente estable. Desde 2005 el sistema bancario ha incrementado en forma significativa sus inversiones en valores del gobierno y, en consecuencia, los intereses percibidos, a excepción de 2007. Por otra parte, la economía hondureña experimentó en el período 2009-2013 un débil crecimiento del 2.4%, que no es comparable con el 6% promedio obtenido en los años previos a la crisis interna e internacional. Ante este magro cre-

cimiento económico, la recaudación tributaria no ha logrado cubrir el creciente gasto público, teniendo que recurrir al endeudamiento público interno. Este hecho ha sido aprovechado por la banca para adquirir valores gubernamentales, percibiendo un monto creciente de intereses con relación a sus utilidades. Más aún, en dicho período el pago gubernamental a la banca por intereses muestra una creciente y significativa proporción anual tanto del gasto público como el vinculado al PIB, como puede apreciarse en el cuadro 4.

La inversión en valores gubernamentales es tan rentable para los bancos comerciales que es persistente el exceso de liquidez que mantienen depositada en el banco central, promoviendo las actividades especulativas. Entendiendo como recursos líquidos aquellos excesos de encaje amparados en valores oficiales (más allá de los requerimientos de la autoridad monetaria), caja e inversiones voluntarias de los bancos en títulos gubernamentales, que bien podrían estar financiando la actividad productiva.

Durante el período 2001-2013, existen dos etapas bien remarcadas, teniendo a 2008 como *partaguas*. En la primera (2001-

2008) el exceso de liquidez de los bancos depositadas en el banco central representaron casi 40% de la liquidez total y 17% de las obligaciones bancarias con el sector privado. En la segunda (2009-2013) estos porcentajes experimentaron un alza. En efecto, alrededor del 56% de la liquidez bancaria fue depositada en el banco central, equivalente al 27% de los depósitos realizados por los clientes de los servicios bancarios (véase gráfica 5). Más aún, después de 2008 aproximadamente el 60% de los depósitos bancarios en el banco central corresponden a inversiones voluntarias en valores emitidos por el gobierno, seguido por el exceso de encaje con casi 30%.

Gráfico 6. Exceso de liquidez bancaria depositada en banco central, 2001-2013^{1/}



^{1/}Incluye excedente de encaje, inversiones voluntarias y, a partir de mayo de 2012, caja
Fuente: elaboración propia con base a datos del BCH y la SECMA

Los datos evidencian una alta correlación entre el comportamiento de la actividad económica y la liquidez bancaria. Así, destaca la caída del exceso de liquidez depositada en el banco central a partir del segundo semestre de 2005 hasta diciembre de 2008, que coincide con el período de mayor auge económico, con un promedio del 6% de crecimiento. Es decir, la banca comercial acompañó a la economía hondureña en los

años de más alta actividad económica. Sin embargo, luego de este período de bonanza, la banca reasume su posición de depositar en el banco central un monto significativo de sus obligaciones y de liquidez total. El mayor impacto de la crisis internacional e interna (golpe de Estado) se produjo en 2009, decayendo la producción en -2.4%, y la banca reaccionó con un aumento de sus depósitos en el banco central.

Esta tendencia ha continuado con más fuerza, a 31 de diciembre de 2013, por ejemplo, los bancos comerciales mantuvieron depositados en el banco central un monto de recursos líquidos disponibles, en moneda nacional y extranjera, por 47,159.2 millones de lempiras (casi US\$2,211 millones), que representa el 26% de los recursos captados del sector privado. Ese porcentaje es superior al 22% de exceso de liquidez depositado en el banco central en 2012. Más aún, el exceso de liquidez bancaria depositada en el banco central en 2013 representa el 75% del total de la deuda interna pública y 12.5% con relación al PIB de ese mismo año.

Debe reconocerse que el éxito de la política antiinflacionaria de la autoridad monetaria, seguida desde 1996, radica en crear las condiciones para que las instituciones bancarias mantengan depositado en el banco central un alto porcentaje de sus obligaciones con los depositantes. Los recursos colocados en el banco central están constituidos por los requerimientos de reserva de encaje, el exceso de encaje legal y las inversiones voluntarias que, a la vez, están formadas por las facilidades permanentes de inversión tipo *overnight*, bonos gubernamentales y letras emitidas por el mismo banco central y, desde mayo de 2012, la caja de los bancos. Durante el período diciembre 2001-diciembre 2013 estos depósitos representaron casi el 45% de las obligaciones bancarias, con tendencia a incrementarse a partir de 2011 a más del 50%.

La estabilidad de precios ha tenido un alto costo en detrimento de la productividad y del crecimiento. Esto confirma las mayores inversiones de la banca en actividades especulativas en menoscabo de las productivas, contribuyendo a los magros resultados económicos. Además, el costo financiero por los depósitos de los bancos

en el banco central ha generado un monto significativo de pérdidas cuasifiscales y anualmente viene absorbiendo una mayor proporción del gasto público y con relación al PIB.

3.2.4. Tasa de política monetaria y tasas activas y pasivas

Como se expresó líneas arriba, desde mayo de 2005 el Banco Central de Honduras (BCH) transmite su postura de política monetaria a través de la tasa de política monetaria (TPM)¹⁰. También se indicó que la TPM es la tasa de interés objetivo para las operaciones interbancarias que el banco central procura lograr mediante las operaciones de mercado abierto. Esta es la tasa líder que es utilizada como la tasa de interés máxima permitida para las posturas de compra de letras del BCH en las subastas semanales –o quincenales, eventualmente-, dirigidas exclusivamente a las instituciones del sistema financiero nacional. En síntesis, mediante esta tasa de referencia el BCH da conocer su postura de política para alcanzar el objetivo de inflación y, por tanto, sus necesidades de corto plazo de absorber o inyectar liquidez a la economía. En teoría, todas las operaciones interbancarias deben realizarse al nivel de la TPM, puesto que esta representa la tasa referencial para la fijación del resto de tasas del sistema financiero. Como podrá derivarse, la política monetaria está dada por la reacción que tengan fundamentalmente las instituciones bancarias ante las decisiones del banco central de mantener o modifi-

10 Según BCH (2005) para la determinación de la TPM, el BCH considera las condiciones y perspectivas macroeconómicas nacionales e internacionales, y particularmente las tasas de inflación y de crecimiento de la actividad económica nacional, así como los objetivos y metas definidos en el programa monetario. Si el BCH observa que se está alejando por encima del objetivo de inflación entonces reacciona incrementando el porcentaje de la TPM. Por el contrario, reducirá la TPM si la tendencia es a estar debajo del objetivo inflacionario.

car la TPM. A esto debe agregarse, como se ha dicho en párrafos anteriores, que la desregulación y la apertura de los sistemas financieros, al multiplicar las fuentes de fondeo bancario y permitir a los intermediarios la gestión de pasivos han reducido la capacidad del banco central para influir en la liquidez o en las condiciones de la economía.

El efecto de la política monetaria depende significativamente de la capacidad que tiene el banco central para afectar las tasas de interés de mercado a través del manejo de la liquidez. Por lo tanto, un tema muy relevante es el grado de flexibilidad de las tasas de activas y pasivas a los cambios en la tasa de política. Podría suponerse que la previsibilidad y la eficacia de un cambio en la tasa de política dependería en gran medida de la flexibilidad de los tipos de cambio (Berstein, S y Fuentes, R; 2004:2).

La relación entre la TPM y las tasas de interés del sistema bancario demuestra que la tasa líder solo ha servido para justificar ante el público los incrementos de las tasas activas, pero no ocurre lo mismo cuando el banco central disminuye el nivel de la TPM. Como puede apreciarse en el gráfico No 6, la variable de ajuste que ha permitido la declinación de las tasas de interés sin lesionar la rentabilidad bancaria ha sido la tasa de depósitos. La reducción de la tasa de interés de depósitos puede explicarse por la menor actividad crediticia, por tanto el margen financiero queda limitado por la tasa activa y solo puede ampliarse mediante la reducción de la tasa pasiva.

Nassar, Martínez, y Pineda, (2014) en un trabajo que analiza los determinantes de los bancos con márgenes de interés netos en Honduras durante 1998-2013 encontraron que los costos de operación son los motores más importantes de los márgenes

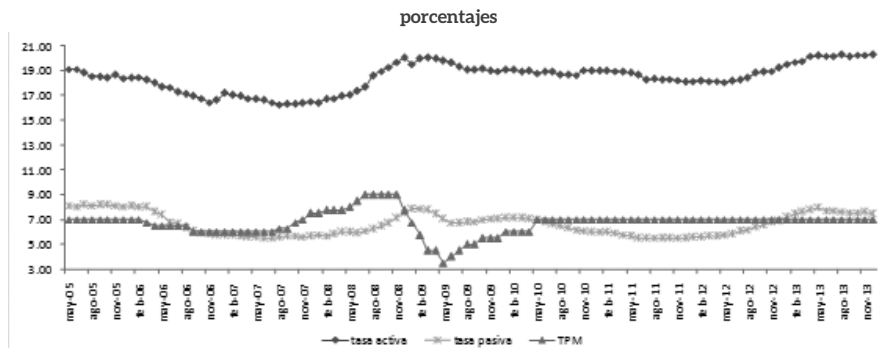
de intermediación de los bancos. También encontraron que la competencia entre los bancos ha llevado a una mayor concentración y que la financiación de los bancos matrices tiene un impacto positivo en los márgenes de intermediación. En conjunto, estos resultados sugieren que los bancos, especialmente los extranjeros, están bajo presión para consolidar y reducir los costos operativos con el fin de ofrecer márgenes de interés competitivos. Estos autores concluyen que nuevas reformas estructurales y la consolidación pueden reducir los márgenes de intermediación de los bancos.

Si la TPM está aceptada como la tasa de interés referencial para el resto de tasas de los instrumentos financieros prevaeciente en el mercado, no es del todo aceptable que la tasa pasiva o de depósitos se encuentre por debajo de la TPM. Sin embargo este hecho se presentó en la mayor parte del período mayo 2005-diciembre 2013, específicamente en agosto 2006-diciembre 2008 y mayo 2010-diciembre 2012, como puede observarse en el gráfico 6.

Al efectuar un análisis de correlación entre las tres tasas mencionadas, durante el período mayo 2005 y diciembre de 2013, se encuentra que el coeficiente de correlación entre la tasa pasiva ponderada de los bancos en función de la TPM es 0.09 lo que indica que no existe relación lineal entre ambas. Por otra parte, al realizar el mismo análisis entre la tasa activa ponderada del sistema bancario en función de la TPM, se encuentra que el coeficiente de correlación es 0.06 lo que indica que el comportamiento de la tasa activa bancaria no tiene ninguna importancia con la postura de la TPM.

La velocidad de traspaso de la tasa de política monetaria es bastante baja. La evidencia tiende a mostrar que en Honduras, los movimientos de la tasa de política tienden

Gráfico 7. Tasa de política monetaria (TPM) y tasas promedio ponderadas activas y pasivas en moneda nacional



Fuente: elaboración propia con base a datos del Boletín Estadístico del BCH

a no reflejarse en forma completa y rápida en las tasas bancarias. En consecuencia, son otras variables las que explican el comportamiento tanto de la tasa activa como de la pasiva bancaria. Esto es confirmado por los coeficientes de determinación, que con un valor de cero señala la falta de relación entre la TPM y las tasas de los bancos.

La TPM se ha convertido, en esencia, en la tasa a la cual se remunera aquel exceso de liquidez que las instituciones bancarias venden semanalmente al banco central; en consecuencia, los datos indican que perdió su posición como variable por la cual se transmite la postura de la política monetaria. En virtud que el objeto de este estudio no es desarrollar un modelo econométrico para profundizar en los factores que explican dichas relaciones, se establece que estos resultados requieren de un mayor y más riguroso análisis.

Contrario a lo que ocurre en otras economías, donde la TPM oscila según la tendencia del objetivo inflacionario, Honduras desde mayo de 2012 mantiene estancada la TPM en 7.0%, como se señaló, lo que significa que para las autoridades las expectativas de inflación siempre han sido las mismas con relación al objetivo plasmado en el Programa Monetario Anual. En

años recientes, la inflación real ha estado por debajo del límite inferior de la banda inflacionaria proyectada, sin embargo la autoridad monetaria mantuvo invariablemente la TPM en 7.0%.

En definitiva, el banco central desde mayo de 2005 en que adoptó la TPM como su indicador de postura de la política monetaria solo ha logrado aminorar la dispersión de las tasas interbancarias y del rendimiento de sus letras, pero no ha logrado posicionarse como la tasa líder. La intervención del banco central solo ha servido para reducir la volatilidad de los valores gubernamentales sin lograr determinar el nivel de las tasas del mercado financiero.

La TPM es un determinante del resto de tasas del mercado financiero pero no el más importante. Los datos sugieren que las tasas activas y pasivas del sistema bancario podrían estar influidas por otras variables como las condiciones prevaletientes en el mercado financiero internacional, las expectativas del tipo de cambio, el dinamismo de la actividad crediticia, la credibilidad en la política económica y las posibilidades de seguir teniendo la tasa pasiva como variable de ajuste por los bancos.. Con relación a esta última variable, los datos apoyan el hecho que hay cierta len-

titud en la velocidad del ajuste a los cambios en la tasa de política monetaria con el aumento de la concentración del mercado bancario.

Ante estos hechos surge la inquietud de revisar la operatividad y los parámetros de la TPM como referencia para la gestión de la liquidez en la economía hondureña y como instrumento para alcanzar el objetivo de inflación.

4. Intento fallido de una política monetaria antiespeculativa

4.1. Medidas monetarias antes de junio de 2009

La administración gubernamental 2006-2010 con el objetivo de contrarrestar los efectos de la crisis financiera internacional -iniciada en las economías desarrolladas en 2007 y reconocida el 15 de septiembre de 2008 con la quiebra de Lehman Brothers (banco fundado en 1850)-, así como para promover el crecimiento y el empleo elaboró un Plan Anticrisis, definiendo una serie de acciones de política monetaria y de política fiscal¹¹. Dado el propósito de este trabajo, solo se presentan las medidas tomadas por la autoridad monetaria antes del 28 de junio de 2009, día en que se produce el golpe de Estado. Se enfatiza en esta fecha puesto que todas las medidas monetarias adoptadas contra el ciclo económico recesivo fueron rápidamente revertidas por las autoridades que usurparon el poder, ante la exigencia del sistema bancario que veía mermadas sus ganancias.

Arguyendo mantener una posición prudente, por un posible contagio dada la

quiebra de los principales bancos estadounidenses y las normas más severas impuestas por la CNBS para el otorgamiento de créditos, el sistema bancario se mostró renuente en apoyar el objetivo estatal de reactivar los sectores productivos, no obstante de disponer de un exceso de liquidez de 22,000 millones de lempiras (casi US\$1,165 millones). Valga mencionar que las instituciones bancarias en vez de cumplir con su labor de intermediación financiera preferían mantener esa sobrelíquidez invertida en valores gubernamentales emitidos por la Secretaría de Finanzas (Se-fin) o por el banco central.

Por lo señalado, la autoridad monetaria adoptó medidas dirigidas a que ese excedente de liquidez, junto con la liberación de otros recursos por parte del Estado y la adopción de una política monetaria expansionista, sirvieran para incentivar el empleo y el financiamiento de los sectores productivos. Además, estas medidas contracíclicas, no ortodoxas, conllevaban el objetivo que el sistema bancario redujera sus tasas para operaciones activas (crédito). Las medidas de corte monetario emitidas fueron las siguientes:

- Desde marzo de 2008 comenzó a aplicarse una política de requerimientos de encaje diferenciado según la estructura crediticia de cada banco, favoreciendo con un menor encaje a aquellas instituciones que destinaban una proporción más alta de su cartera crediticia a las actividades productivas. De manera que a partir de enero de 2009 el encaje para los depósitos en moneda nacional era de 0% para los bancos que dedicaban más del 60% de su cartera a actividades productivas y del 12% para aquellos que su crédito era dirigido principalmente al consumo y comercio.

¹¹ El plan en su versión total -que incluye la situación previa, las perspectivas, los costos así como el estado del acuerdo suscrito con el FMI-, está disponible en: http://www.bch.hn/download/conferencias/che_panorama_economico_2009_2010.pdf

- Las inversiones obligatorias temporales –que son una especie de encaje remunerado– fueron incrementadas gradualmente pasando de 4% a 9% en el lapso de marzo de 2008 julio de 2009. Sin embargo, la remuneración a estas reservas forzosas fue castigada con el reconocimiento de solo el 50% de la tasa de política monetaria. Fue otra forma de persuadir a los bancos para que incrementaran sus actividades crediticias, aunque los bancos tenían la opción de cubrir esas inversiones obligatorias con valores emitidos por el gobierno central que ofrecían un rendimiento mayor. En esencia, el incremento del porcentaje de las inversiones obligatorias, más que responder al manejo exclusivamente monetario, fue para facilitar la obtención de recursos con fines presupuestarios para el Estado.
- La tasa de política monetaria (TPM), como tasa referencial para el resto de tasas vigentes en el mercado financiero, fue paulatinamente reducida desde su punto máximo de 9% alcanzado en julio de 2008 hasta el 3.5% en junio de 2009. Con este descenso la autoridad monetaria mandaba la señal al mercado de su política expansiva. Es decir, la postura del banco central era su desinterés en absorber liquidez de la economía. La política monetaria más que enfocarse al control o cumplimiento de la meta de inflación era consistente en apoyar el objetivo gubernamental de promoción del empleo mediante un mayor financiamiento a los sectores productivos. Además, el bajo nivel de la TPM instaba al sistema bancario a reducir las tasas de interés, sobre todo aquellas de operaciones activas destinadas a promover las inversiones productivas en detrimento de las especulativas.
- Las subastas del BCH de valores de muy corto plazo, que ofrecen títulos a plazos de 7 días exclusivamente para las instituciones del sistema financiero, para que puedan administrar su liquidez semanal, fueron espaciadas su realización y en determinados periodos fueron suspendidas. Al igual que otras medidas mencionadas, esta tenía como objetivo el persuadir a los bancos comerciales a que ampliaran sus actividades crediticias. El BCH apostaba por una política monetaria expansiva y no requería retirar liquidez del mercado.
- El Banco Hondureño para la Producción y la Vivienda (BANHPROVI) fue capitalizado y actuó como fiduciario mediante la creación de un fideicomiso por parte del BCH.¹² El monto del fideicomiso fue por 10 mil millones de lempiras (alrededor de US\$530 millones) –equivalente a 3.7% del PIB y 7.5% de la cartera crediticia de los bancos comerciales–, destinado a los sectores productivos y a la micro y pequeña empresa. El destino también contemplaba la ampliación de créditos para el sector construcción, urbanizaciones, naves industriales, centros comerciales y educativos, hospitales, hoteles, entre otros, y el financiamiento para la construcción de pequeños proyectos hidroeléctricos. El plazo de los préstamos otorgados con este redescuento a los beneficiarios finales era de 20 años y la tasa de interés anual se estableció en 10%

12 El BCH utilizó la figura de fideicomiso puesto que su Ley orgánica le prohíbe conceder préstamos a las instituciones del sector público. Además, el gobierno de Honduras creó este fideicomiso en vista de las condiciones financieras altamente onerosas y comprometedoras de los recursos puestos a disposición, para enfrentar la crisis financiera, por los organismos internacionales como el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Centroamericano de Integración Económica.

a los sectores productivos y de 7% a la micro y pequeña empresa.¹³ Esencialmente, esta medida tenía como objetivo reducir la tasa de interés para la inversión productiva que emplea gran número de mano de obra, como la agricultura y la construcción, e inducir a los bancos comerciales a hacer lo mismo con sus recursos propios. Se previó que la tasa activa promedio de los bancos, que para ese entonces oscilaba entre 19% y 20%, alcanzase en el mediano plazo un nivel igual a la ofrecida por el gobierno mediante este redescuento. Por supuesto, esta medida venía a afectar las ganancias del sector bancario.

En el cuadro 5 puede observarse el movimiento experimentado por los principales instrumentos monetarios –tasa de política monetaria, requerimientos de encaje y de inversiones obligatorias y tasa de las facilidades permanentes de crédito e inversión–, durante el período 2008-2009.

La administración gubernamental adoptó otras medidas relacionadas con el sistema financiero pero cuya ejecución o supervisión correspondió a otras instituciones del sector público, distintas del BCH:

- Re adecuación de las deudas de los productores morosos para que pudiesen enfrentar la crisis financiera o los daños ocasionados por fenómenos naturales. El gobierno compartiría el riesgo crediticio con el sistema bancario para estimular el otorgamiento de créditos a los productores.
- Fortalecimiento del sistema financiero garantizando los depósitos de los

ahorrantes. Capitalización del fondo del seguro de depósitos. Creación de un fondo especial para proteger al sistema financiero en la situación de crisis.

Estas medidas comenzaron a acelerarse a partir del mes de abril de 2009 y su vigencia fue de apenas tres meses, por lo tanto sus resultados nunca pudieron valorarse plenamente. Si bien las instituciones bancarias no bajaron sus tasas de interés, si se presentó una tendencia a reactivar los sectores productivos pues los primeros desembolsos del fideicomiso concedido a BANHPROVI rápidamente fueron agotados. En el sector construcción se financiaron obras hoteleras, proyectos residenciales y parques industriales. En el sector agrícola se financió la cosecha de “primera” o del primer semestre de granos básicos. Durante los primeros tres meses de vigencia de las medidas, el sistema bancario comenzaba levemente a acogerse a las disposiciones de la autoridad monetaria.

4.2. Reversión de las medidas monetarias anticíclicas

Como se señaló en líneas anteriores, el gobierno surgido del golpe de Estado del 28 de junio de 2009 reversionó las medidas monetarias anticíclicas adoptadas para afrontar la crisis financiera iniciada en el 2007.

- Los requerimientos de reserva de encaje a partir de agosto de 2009 fueron reducidos y unificados en un 6% para todas las instituciones bancarias, independientemente de su estructura crediticia. Con esta decisión, los bancos dispusieron de mayor liquidez y podían incrementar la actividad crediticia sin discriminar entre actividades productivas y aquellas destinadas al comercio y al consumo o incluso

13 Véase Políticas sobre garantías para créditos que se aprueben con fondos del fideicomiso del banco central de Honduras, disponible en http://banhprovi.org/download/Circulares/Circular_PE_06_2009.pdf

Cuadro 5. Movimientos en tasa de política monetaria, encaje legal, inversiones obligatorias y facilidades permanentes, 2008 - 2009

Fecha	Tasa de Política Monetaria (TPM)	Porcentajes						
		Moneda Nacional		Moneda Extranjera			Facilidades Permanentes	
		Encaje legal ^{1/}	Inversiones Obligatorias ^{2/}	Encaje legal	Encaje Adicional	Inversiones Obligatorias	Crédito	Inversión
ene-08	7.50	12.0	4.0	12.0	24.0		9.50	4.50
feb-08	7.75	12.0	4.0	12.0	24.0		9.75	4.75
mar-08	7.75	10.0	6.0	12.0	22.0		9.75	4.75
abr-08	7.75	9.0	7.0	12.0	22.0		9.75	4.75
may-08	8.00	8.0	8.0	12.0	20.0		10.00	5.00
jun-08	8.50	7.0	9.0	12.0	20.0		10.50	5.50
jul-08	9.00	7.0	9.0	12.0	18.0		11.00	6.00
ago-08	9.00	7.0	9.0	12.0	18.0		11.00	6.00
sep-08	9.00	7.0	9.0	12.0	16.0		11.00	6.00
oct-08	9.00	5.0	9.0	12.0	16.0		9.75	6.00
nov-08	9.00	5.0	9.0	12.0	14.0		9.75	6.00
dic-08	7.75	0.0	9.0	12.0	9.0		8.00	0.75
ene-09	6.75	0.0	9.0	12.0	9.0		7.00	0.00
feb-09	6.75	0.0	9.0	12.0	9.0		7.00	0.00
mar-09	5.75	0.0	9.0	12.0	8.0		6.00	0.00
abr-09	4.50	0.0	9.0	12.0	6.0	2.0	4.75	0.00
may-09	4.50	0.0	9.0	12.0	4.0	4.0	4.75	0.00
jun-09	3.50	0.0	9.0	12.0	2.0	6.0	3.75	0.00
jul-09	4.00	0.0	9.0	12.0	2.0	6.0	4.25	1.00
ago-09	4.50	6.0	12.0	12.0	2.0	8.0	4.75	1.00
sep-09	4.50	6.0	12.0	12.0	2.0	10.0	4.75	1.00
oct-09	4.50	6.0	12.0	12.0	2.0	10.0	4.75	1.00
nov-09	4.50	6.0	12.0	12.0	2.0	10.0	4.75	1.00

^{1/} En el periodo marzo 2008-julio 2009 se implementó un encaje diferenciado para los bancos que destinasen al 60% de su cartera a sectores productivos, en caso contrario se aplicaba un encaje del 12%.

^{2/} A partir de octubre de 2009 los bancos podían computar hasta 8% de su requerimiento de inversiones obligatorias en moneda nacional (12%) con bonos gubernamentales emitidos en los años 2008 y 2009.

Fuente: elaboración propia con base a datos del BCH

podían invertir los recursos liberados en valores gubernamentales.

- El banco central incrementó sus labores para obtener financiamiento para el gobierno mediante la elevación de los requerimientos de inversiones obligatorias y permitiendo que estas fuesen cubiertas con valores emitidos por la Secretaría de Finanzas. De esta manera, las inversiones forzosas pasaron de 9% a 12%. Es decir, un instrumento de política monetaria fue utilizado para obtener recursos para el gobierno ávido de fondos para legitimar el golpe de Estado. Claramente, el sector más beneficiado con esta

medida fue el sector bancario pues los bonos de Estado tenían un rendimiento mayor que el que reconoce el banco central, basado en la TPM, en una situación normal.

- Con el fundamento de proteger las reservas internacionales y el tipo de cambio, la tasa de política monetaria (TPM) el 14 de julio de 2009 fue elevada en 50 puntos básicos para situarse en 4.0%. Un mes después, nuevamente fue incrementada en 50 puntos básicos, alcanzando un nivel de 4.5%. Con esta medida el sector bancario fue favorecido en varios aspectos. La elevación de la TPM por el banco cen-

tral sirvió de justificación para mantener el nivel de las tasas para operaciones activas. Las inversiones obligatorias y las operaciones de depósito tipo *overnight* ahora devengaban un rendimiento mayor. Al elevarse la TPM se aumentan las tasas de los valores a más largo plazo.

- Los eventos de subastas de muy corto plazo se reanudaron. Con esto, las instituciones bancarias ahora invertían sus excesos de liquidez a 7 días siendo remunerados con el nivel de la TPM.
- Los desembolsos destinados a reactivar los sectores productivos, mediante el fideicomiso al BANHPROVI, fueron aletargados y en ciertos periodos suspendidos¹⁴. Más aún, el monto del fideicomiso fue reducido a 8,000 millones de lempiras (US\$420 millones, aproximadamente) y los sectores beneficiarios se reclasificaron. Esta medida permitió a los bancos a brindar crédito nuevamente con sus propios recursos pero a tasas que duplicaban la de BANHPROVI.

La reversión de las medidas parece que respondió a la exigencia del sector bancario que, actuando con una estructura oligopólica, fue opositor de las medidas adoptadas por la administración 2006-2010, pues trastocaban sus ganancias al inducir a la rebaja de la tasa de interés, así como provocar la disminución de la rentabilidad de sus inversiones en valores gubernamentales. Además, las medidas los obligaban a cumplir con su misión de intermediación financiera y menos dedicación a aquellas de carácter especulativo. La administración que asumió el poder en 2010 mantuvo la validez de las acciones tomadas después del 28 de

junio de 2009. Más bien agudizó algunas de ellas. Por ejemplo, aumentó la TPM a un nivel del 6.0%, incrementando las ganancias de las instituciones bancarias, por lo expresado antes.

De hecho, en 2009 la senda alcista de las ganancias del SBCH presentada en años previos cambió de rumbo. En 2009 las ganancias del SBCH fueron de 2,159 millones de lempiras (US\$114 millones), por debajo del monto de 2,911 millones de lempiras (US\$154 millones) alcanzado en 2008. Nuevamente, en 2010 las ganancias se reorientaron al alza con una suma de 2,403 millones de lempiras (US\$128 millones), al dejar de tener vigencia las medidas anticíclicas.

Según el Acuerdo entre Honduras y el FMI, suscrito en octubre de 2010 “se hará un monitoreo permanente de nuestras tasas de interés para asegurar niveles adecuados a lo largo de la vigencia del programa, y ajustaremos la tasa de política monetaria según sea necesario para alcanzar la meta de inflación y proteger la posición externa.” (BCH, 2010:6). Más aún, en el mencionado Acuerdo Stand-By suscrito con el FMI se estipula que no se otorgarán nuevos créditos a bancos públicos ni al gobierno central. Con esto se reafirma que el mercado, a través de los bancos, con su actual estructura oligopólica, y siguiendo las reformas estructurales de liberalización financiera implementadas desde 1990, es el que dirige la actividad crediticia y no el gobierno mediante bancos de desarrollo como el BANHPROVI.

Cal (2009:12) argumenta que la fortaleza económica y política de esta élite financiera otrora “mixta” que hoy da forma a otra de carácter local que constituye más del 60% del total de grupos económicos más importantes del país, permite confirmar su decisivo papel en la financiación del

14 Véanse la circular No. PE-013/2009 y la circular No. PE-014/2009, emitidas por BANHPROVI el 14 de octubre y el 9 de noviembre de 2009, respectivamente, y disponible en http://banhprovi.org/download/Circulares/Circular_PE_013_2009.pdf

golpe de Estado y su extraordinaria capacidad para sostener la alta partidización de los titulares de sus instituciones. Leiva y Castro (2010:12-13) exponen que las élites y los grupos de poder económico se transforman en los denominados “grupos fácticos” cuando haciendo uso de una gama de recursos vitales o estratégicos como los recursos naturales, la fuerza, el dinero, la fe, medios de comunicación, logran poder político de tal magnitud que igualan o superan el poder del Estado y por lo tanto lo obligan a cumplir con sus peticiones de grupo anteponiéndose a la colectividad o a otros grupos sociales...Su razón de ser es la defensa de sus intereses pero se valen de muchas acciones poco democráticas o abiertamente anti-democráticas siendo la más común: el apoyo a gobiernos fuertes o dictatoriales.

Así, tras un breve período de aplicación de medidas heterodoxas, Honduras retorna al manejo de su economía siguiendo los lineamientos del modelo convencional o modal de los organismos financieros internacionales. En suma, cuando un mercado oligopólico, como el sistema bancario, ve amenazado su nivel de ganancia realiza todo lo posible para que esa amenaza no se convierta en realidad, incluso apoya actividades encaminadas a derrocar a aquellos gobiernos que buscan generar más empleo y crecimiento económico mediante el abaratamiento del costo financiero del crédito destinado a los sectores productivos, que emplean gran número de la fuerza de trabajo. Lo ocurrido en Honduras antes y después del 28 de junio de 2009 es un ejemplo.

CONCLUSIONES

La reforma financiera efectuada durante las décadas ochenta y noventa en la mayoría de los países latinoamericanos impli-

có la liberalización de la tasa de interés, los plazos de las operaciones y la asignación del crédito, y la relajación de las regulaciones y la supervisión prudencial de las instituciones del sistema financiero. No puede desconocerse que entre los logros de las reformas estructurales implementadas estuvo la innovación financiera, la cual fue acompañada por un sustancial avance tecnológico en las operaciones del sistema financiero. El proceso de liberalización también trajo la excesiva asunción de riesgos y el fuerte endeudamiento de los bancos, el debilitamiento de la banca de desarrollo y del segmento de ahorro de largo plazo, sin un incremento del ahorro nacional y la inversión productiva, privilegiando el consumo y las actividades especulativas.

Es de trascendental importancia señalar que, en los primeros años de liberalización financiera, la banca tendió a una mayor concentración en los activos, depósitos y cartera crediticia y con mayor incidencia en la tenencia bancaria de valores gubernamentales. Con la crisis iniciada en 2007 hubo un leve relajamiento a la desconcentración, pero sin alcanzar las condiciones de baja concentración que prevalecían antes de 2000. Sin embargo, en los años más recientes la banca gradualmente muestra un retorno a una mayor concentración.

Como resultado del proceso de liberalización financiera al banco central le fueron eliminadas responsabilidades como la regulación de la demanda interna, su contribución para el crecimiento del empleo y la canalización de recursos a actividades prioritarias. Ahora, el alcanzar niveles inflacionarios acordes a los estándares internacionales, que en algunas leyes se plasma como el mantenimiento interno y externo de la moneda nacional, es el único objetivo de la autoridad monetaria. Este objetivo deben alcanzarlo empleando fundamen-

talmente instrumentos indirectos de administración de la liquidez en la economía, como son las operaciones de mercado abierto, consistentes en la compra-venta de valores públicos. Es decir, a la autoridad monetaria se le aminoró o prohibió el uso de sus otras herramientas para enfrentar las crisis mundiales y las imperfecciones del mercado interno en el cumplimiento de su objetivo antiinflacionario.

Pese al secuestro de otros instrumentos monetarios, merece reconocer que la autoridad monetaria hondureña desde 1996 ha cumplido con su objetivo desinflacionario, alcanzado en el período 2010-2013 un nivel de precios promedio de 5.6%, significativamente inferior al 25.3% de 1996. El uso de las operaciones de mercado abierto ha traído consigo un notable aumento en el gasto público por concepto del pago de intereses para los tenedores de las letras del banco central, acentuado y con un ritmo creciente desde 2010, convirtiendo a la banca comercial en una de las mayores rentistas del Estado.

En general, 1996-2013 es un período de liberalización y consolidación financiera. Con una banca comercial caracterizada por el aumento de los márgenes de interés, mayores excedentes de liquidez depositados en el banco central y la tendencia concentradora en el mercado. La política monetaria, durante este período, adoptó elementos de un mercado liberalizado y, a partir de mayo de 2005, fijó la tasa de política monetaria como señal de su postura de política para alcanzar el objetivo de inflación y, por tanto, sus necesidades de corto plazo de absorber o inyectar liquidez a la economía. Sin embargo, los datos parecen sugerir la poca o nula incidencia del banco central en provocar que las operaciones interbancarias se realicen en torno a la tasa de política y esta se convier-

ta en referente para el resto de tasas del sistema financiero. El manejo de la política monetaria exclusivamente mediante valores gubernamentales en un mercado bancario que opera con una estructura oligopólica ha traído consecuencias no favorables para el desarrollo de un mercado de reportos garantizados con valores de deuda pública. El sobreendeudamiento público, el elevado desbalance fiscal por el alto costo financiero de las emisiones, el incremento del déficit cuasi-fiscal cuando se utilizan valores del banco central, la poca profundidad y extensión del mercado de capitales, la alta rentabilidad basada en rentas oligopolísticas, el incipiente mercado secundario y el mercado interbancario indebidamente colateralizado así como la canalización del ahorro a actividades especulativas, son algunas de las manifestaciones de las distorsiones provocadas por la estructura del mercado bancario.

Estos fenómenos han logrado que los bancos centrales se conviertan en meros espectadores del creciente dominio financiero, lo que limita la efectividad de la política monetaria por su renuncia a los instrumentos directos de intervención, quedándose únicamente con las operaciones de mercado abierto y la tasa de interés de referencia. Valga decir que el camino para el desarrollo de un mercado eficiente de valores, basado en un mercado de reportos, ha sido bloqueado por los intereses de los primeros cinco bancos. De igual manera, el banco central y su TPM no han logrado imponerse como referencia para el resto de tasas vigentes en el mercado oligopólico bancario.

Ante esta situación pareciera saludable que la autoridad monetaria, para el cumplimiento de su objetivo y para vincularse con el resto de políticas macroeconómicas encaminadas al empleo y al crecimiento,

sea quien dirija la tasa de interés, como política monetaria antiespeculativa, ya que al reducirse el margen financiero libre de riesgo incentivaría a los bancos a destinar una mayor parte de la captación de recursos al crédito de actividades productivas. Debe tenerse en cuenta que en el pasado la autoridad monetaria establecía las tasa de interés que los bancos debían pagar por cada tipo de depósito y, si la demanda de crédito era inferior a la captación, remuneraba las reservas excedentes depositadas en el banco central a fin de evitarles pérdidas, pero eso no significaba asegurarles un margen financiero.

En contexto más amplio, debe reconocerse que la liberalización indiscriminada resultó ineficaz para lograr el desarrollo productivo y la estabilidad macroeconómica real y fue perjudicial para los objetivos destinados a reducir la desigualdad. La economía hondureña, como el resto de economías del mundo, no ha vuelto a alcanzar los niveles de crecimientos experimentados antes de la crisis financiera mundial 2008-2009, lo que abre un espacio para debatir sobre el diseño de políticas más pragmáticas y menos ortodoxas encaminadas al empleo y al crecimiento. La manera en que se aborde la reforma de conducir la política monetaria con el actual mercado bancario representará un desafío crucial para lograr una macroeconomía que apunte sostenidamente al desarrollo económico y social.

Por supuesto, no será nada fácil el camino hacia el sano desarrollo de una política monetaria anti-especulación y desalentar las actuales actividades rentistas de la banca comercial y el consecuente endeudamiento público, puesto que dentro de la ortodoxia del paradigma modal existe el riesgo real de beneficiar a la élite del sistema financiero mediante la destrucción de los esfuerzos realizados para la instaura-

ción de una verdadera democracia participativa e incluyente.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ahumada, L; García, A; Opazo, L; Selaive, J. (2009). Interbank rate and the liquidity of the market. Documento de trabajo N° 516. Banco Central de Chile. Fecha de consulta: 11 de diciembre de 2014. Disponible en: <http://www.bcentral.cl/estudios/documentos-trabajo/pdf/dtbc516.pdf>
- Arestis, P. (2005). Washington Consensus and financial liberalization. *Journal of Post Keynesian Economics*, 27(2), 251-271.
- Banco Central de Honduras (BCH) (2005). Resolución 166-5/2005. Fecha de consulta: 10 de diciembre de 2014. Disponible en: http://www.bch.hn/download/resoluciones_directorio/2005/mayo_2005.pdf
- Banco Central de Honduras (BCH) (2010). *Carta de intención, memorando de política económica y financiera y memorando técnico de entendimiento*. Disponible en http://www.bch.hn/download/fmi/2010/carta_intenciones_fmi_2010.pdf
- Banco Central de Honduras (BCH) (2013). Boletín Estadístico 2013. Disponible en http://www.bch.hn/boletines_anteriores.php
- Banco Central de Honduras (BCH) (2014). Memoria 2013. Fecha de consulta: 11 de diciembre de 2014. Disponible en: http://www.bch.hn/download/memoria/memoria_anual_2013.pdf
- Banco Hondureño para la Producción y la Vivienda (BANHPROVI) (2009). Circular No. PE-013/2009 y la Circular No. PE-014/2009, emitidas por BANHPROVI el 14 de octubre y el 9 de noviembre de 2009, respectivamente, y disponible en http://banhprovi.org/download/Circulares/Circular_PE_013_2009.pdf
- Baroni, B. (2011). Centroamérica ante la gran recesión. Una política fiscal para el desarrollo, más allá de la estabilidad macroeconómica. 1 edición. ICEFI. Guatemala.

- Bassola Z, A. (2005). *Microeconomía*. Thomson Learning, México.
- Berstein, S. y Fuentes, R. (2004). Concentration and price rigidity: evidence for the deposit market in Chile. Documento de trabajo N° 311. Banco Central de Chile. Fecha de consulta: 11 de diciembre de 2014. Disponible en: <http://www.bcentral.cl/estudios/documentos-trabajo/pdf/dtbc311.pdf>
- Bikker, J., Spierdijk, L., Finnie, P. (2006a). Misspecification in the Panzar-Rosse model: assessing competition in the banking industry. DNB Working Paper No. 114. De Nederlandsche Bank.
- Bikker, J., Spierdijk, L., Finnie, P. (2006b). The impact of bank size on market power. DNB Working Paper No. 120. De Nederlandsche Bank.
- Bikker, J., Spierdijk, L., Finnie, P. (2007). Market structure, contestability and institutional environment: the determinants of banking competition. DNB Working Paper No. 156. De Nederlandsche Bank.
- Cal M, J.E. (2009). Estado y élites en la historia de Honduras: reflexiones sobre su situación actual (1980-2009). Fecha de consulta: 9 de diciembre de 2014. Disponible en: http://www.iudpas.org/pdf/Estu_InvestNacionales/ESTADO%20Y%20ELITE%20EN%20LA%20HISTORIA%20DE%20HONDURAS.pdf
- Camacho, A. R. (1999). Sobre la eficiencia y competitividad de los sistemas financieros en Centroamérica. Documento de trabajo inédito.
- Camacho, A. R. (1996). Mercados financieros en la encrucijada: la reforma y supervisión de la banca en América Latina. INCAE, Programa de estudios y entrenamiento económico, Programa de finanzas rurales, Ohio State University.
- Claessens, S., Laeven, L. (2004). What drives bank competition? Some international evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 36, pp. 563-584.
- Comisión Nacional de Bancos y Seguros (CNBS), (2012). Boletín Estadístico Mensual del Sistema Financiero y de Seguros. Diciembre de 2011, disponible en http://ftp.cnbs.gov.hk/boletines/BE_SF_DIC2011.pdf, consultado 5 de marzo de 2012.
- Dierckxsens, W. et al (2010). Siglo XXI: crisis de una civilización ¿Fin de la historia o el comienzo de una nueva historia? 1 edición. DEI. San José, Costa Rica.
- Garrido, C. y T. Peñaloza Webb (1996). Ahorro y sistema financiero mexicano. Diagnóstico de la problemática actual. Grijalbo y UAM Azcapotzalco. México, DF
- Leiva, D. y M. Castro (2010). El estudio de las élites y los grupos de poder en Honduras. En: Democracia, élites y movimientos sociales en Honduras. Instituto Universitario en Democracia, Paz y Seguridad. Fecha de consulta: 9 de diciembre de 2014. Disponible en: http://www.iudpas.org/pdf/Investigacion-Dpl/Democracia_elites.pdf
- Le Roy Miller, R. (1986). *Microeconomía moderna*. 4ª edición. HARLA. México (versión autorizada en español de la obra en inglés titulada: *ECONOMICS TODAY: THE MICRO VIEW - Fourth Edition*).
- McKinnon, R. I. (1973). *Dinero y capital en el desarrollo económico*. Brookings Institution Press.
- Navarro, V. y Torres, J. (2014). Un proyecto económico para la gente. Fecha de consulta: 10 de diciembre de 2014. Disponible en: <http://www.vnavarro.org/wp-content/uploads/2014/12/DocumentoEconomico-NavarroTorres.pdf>
- Nicholson, W. (2006). *Microeconomía intermedia y aplicaciones*. Thomson Learning. 9 Edición. España.
- Nassar, K; Martínez, E y Pineda, A (2014). Determinants of banks' net interest margins in Honduras. Working paper 14/163. FMI. Septiembre
- Pindyck, R. y D. Rubinfeld (2005). *Microeconomía*. 5ª edición. Prentice Hall. España.
- Roger, S. (2010). Veinte años de metas de inflación. *Revista Finanzas & Desarrollo*. Marzo 2010. FMI. Washington D.C. pp.46-49.

- Reinhart, C. M.; J. F. Kirkegaard y M. Belen Sbrancia (2011). Represión financiera otra vez. *Revista Finanzas y Desarrollo*. Junio 2011. FMI. Disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2011/06/pdf/reinhart.pdf>. Consultada 29 de febrero de 2012.
- Rosse, J. N., y J. C. Panzar (1977). Chamberlin vs Robinson: An empirical study for monopoly rents. *Bell Laboratories Economic Discussion Paper*.
- Rosse, J. N., y J. C. Panzar (1987). Testing for monopoly Equilibrium. *Journal of Industrial Economics*. Wiley Blackwell, vol 35(4), pp443-56, June.
- Schneider, A. (2014). *Construcción del Estado y regímenes fiscales en Centroamérica*. F&G editores, Guatemala.
- Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (SECMCA) (2013). *Estadísticas monetarias armonizadas*. Disponible en <http://www.secmca.org/EMFA.html>
- Shaw, E. S (1973). *La profundización financiera en el desarrollo económico*. Oxford University Press.
- Stiglitz, J. (2003). *Microeconomía*. Editorial Ariel. 2ª edición inglesa. 4a reimpresión. España.
- Stiglitz, J. (2010). *Caída libre. El libre mercado y el hundimiento de la economía mundial*. Editorial Taurus. España
- Stiglitz, J. (2014). *Desigualdad. La economía debería estar al servicio de la sociedad*. *Revista Finanzas y Desarrollo*. FMI, septiembre
- Stone, M.R. (2003). *Inflation targeting lite*. Working Paper N° 03/12, FMI, Washington.
- Stone, M.R. y M. Belen Sbrancia (2011). *The Liquidation of government debt*. NBER Working Paper 16893 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, marzo).
- Tábora, M (2007). *Competencia y regulación en la banca: el caso de Honduras*. Serie estudios y perspectivas, CEPAL, México, N° 91, noviembre
- Valladares, E. (2001). *Cincuenta años de banca central en Honduras, 1950-2000*. Litografía López, Tegucigalpa
- Williamson, J. y M. Mahar (1998). *A survey of financial liberalization*, Princeton Essays in International Finance. núm. 21, Princeton University, Princeton, NJ.
- Zurita, J. (2014). *Análisis de la Concentración y Competencia en el sector Bancario*. Documento de trabajo N° 14/23, BBVA, Madrid, septiembre

CLAUDIO R. SALGADO

Doctorando en Ciencias Económicas (Universidad del Zulia-Venezuela). Docente de la Universidad Nacional Autónoma de Honduras. Ex Funcionario del Banco Central de Honduras (1985-2010).

Recepción del artículo: 20 de abril de 2013
Aceptación del artículo: 15 de agosto de 2013

