

El BCCR y el mercado cambiario

San José, 20 de junio de 2016

Eduardo Prado Zúñiga

Gerente, Banco Central de Costa Rica

En los últimos años el Banco Central de Costa Rica (BCCR) ha avanzado de manera decidida hacia lograr el cumplimiento de los objetivos que su Ley Orgánica le designa. Curiosamente, en semanas recientes las páginas de medios de comunicación han divulgado artículos con apelativos, especulaciones y acusaciones que no son congruentes con un análisis histórico y coyuntural adecuado de las acciones que ha ejecutado la Institución, especialmente referentes al comportamiento del mercado cambiario nacional.

En primer término, debemos reconocer que desde que se adoptó la paridad con el dólar de EUA, en 1922¹, Costa Rica se caracterizó por la vigencia de regímenes de tipo de cambio fijo. La reforma cambiaria, como casi toda reforma estructural en nuestro país, se ha ejecutado como un proceso lento y gradual. Inició hace más de tres décadas cuando se adoptó un régimen de paridad ajustable, el cual en su momento logró estabilizar la economía y en esa oportunidad las autoridades económicas dijeron que sería transitorio. Esa transitoriedad duró casi un cuarto de siglo y fue en octubre del 2006 cuando se realizó una modificación mayúscula al adoptar un régimen de banda cambiaria como mecanismo de transición hacia una mayor flexibilidad.

Es en febrero del 2015, cuando el BCCR finalmente migra de manera formal hacia un régimen más flexible, que denominó flotación administrada, donde la tendencia del tipo de cambio estaría básicamente determinada por la oferta y demanda de divisas, pero el banco intervendría con el propósito de moderar la volatilidad de este macro precio; además, indicó que, a diferencia de la banda cambiaria, no existe compromiso en cuanto al nivel del tipo de cambio.

El régimen cambiario de flotación administrada es bastante nuevo en términos históricos, tiene apenas 17 meses de vida. Los cambios de estas políticas usualmente son percibidos con recelo por la población, lo cual es natural, por tanto la decisión del BCCR ha sido balanceada, permitiendo una variabilidad creciente del tipo de cambio en el mercado. Se pretende con ello que los agentes económicos, progresivamente, incorporen el riesgo cambiario en sus decisiones. Esto es particularmente relevante para la estabilidad del sistema financiero cuando tomamos en cuenta el alto nivel de dolarización financiera.

En el BCCR consideramos que una volatilidad mayor al inicio del nuevo régimen hubiese sido contraproducente para su consolidación y que lo actuado fue coherente con proveer confianza en el sistema cambiario y en la política del Banco Central en general.

Es entendible que algunos agentes consideren que la volatilidad debería ser mayor y que otros opinen que debería ser menor, pero lo que no es correcto es afirmar que el BCCR privilegia la estabilidad del tipo de cambio a cualquier costo.

La evidencia empírica no apoya esa afirmación. En estos 17 meses, el valor mínimo del tipo de cambio fue ₡531,81 (promedio ponderado de la sesión de Monex del 16 de abril del 2015) y el valor máximo fue ₡546,10 (promedio ponderado de la sesión de Monex del 9 de junio del 2016), lo que implica un rango de variación de 2,7% para ese período.

¹ En 1922 se crea una caja de conversión en el Banco Internacional que sería la encargada de emitir billetes en colones contra dólares de EUA; el tipo de cambio que se definió en su momento fue de ₡ 4,0 por dólar. Ver, Delgado, F. (2000). La política monetaria en Costa Rica: 50 años del Banco Central. San José.

El Banco Central reiteradamente ha dicho que su objetivo, en lo que le corresponde, es la estabilidad macroeconómica, no necesariamente la estabilidad cambiaria. Es más, es claro que para preservar la estabilidad macroeconómica se requiere que el tipo de cambio se ajuste de acuerdo con las variables que lo determinan, nos parece que este ha sido el mensaje recurrente del Banco y que su actuación ha sido coherente con dicho enunciado.

Es necesario también mencionar que, a diferencia de otros cambios de régimen, la transición más reciente ocurrió en un contexto de ingreso de divisas producto de las necesidades de financiamiento del Gobierno y con poca antelación a un choque de magnitud positiva considerable en los términos de intercambio. No hay duda de que estos dos eventos generaron presiones a la apreciación de la moneda nacional.

En ese contexto, el Banco explicó, con sumo detalle, que compraría reservas internacionales para utilizarlas en el momento que el choque favorable de los términos de intercambio se revirtiera o cuando se enfrentara un choque negativo sobre las cuentas externas, lo cual ejecutó. Durante el último trimestre del 2014 y todo el 2015 el Banco acumuló reservas. De no haberlo hecho, el tipo de cambio hubiese caído más de lo que se observó en ese tiempo.

En la actualidad las condiciones han cambiado y el Banco ha permitido que el ajuste se manifieste parte en el precio (aumento en el tipo de cambio) y parte en la reducción de las reservas internacionales que adquirió precisamente para ese fin, lo cual tampoco debería ser sorpresa pues se anunció de manera anticipada que se procedería de esa forma. En resumen, el Banco ha hecho exactamente lo que anunció que haría.

Curiosamente, la compra de divisas y moderación de la tendencia a la apreciación de la moneda no fue cuestionada por quienes hoy realizan acusaciones al BCCR. La congruencia indicaría que en aquel momento debieron haber solicitado con igual vehemencia una apreciación más acelerada de la moneda para que se manifestaran más rápidamente las fuerzas del mercado. Ahora, indican que no hay congruencia entre el régimen de facto y el de iure, por lo que el Banco no debiera ejecutar la contraparte de las acciones anunciadas con antelación.

No es correcto que existe una preferencia por la estabilidad del tipo de cambio. En el nuevo régimen cambiario siempre se han manifestado las tendencias a la apreciación y depreciación de la moneda nacional. No es extraño que los resultados de un mercado flexible dejen insatisfechos a algunas personas y sectores; cualquier movimiento en alguna de las dos direcciones puede percibirse en el corto plazo como un beneficio para un grupo en detrimento de otro. La labor del BCCR es precisamente intervenir lo menos posible para que se manifiesten las tendencias en el mercado.

Una muestra de ello es que en el contexto actual en el que hay un ajuste, a partir de abril del 2016, con una tendencia al alza en el tipo de cambio, la variación en las reservas en poder del BCCR ha sido mínima. La variable de interés para los analistas que critican al Banco parece ser la fracción de las Reservas Internacionales Netas que excluyen los depósitos del Gobierno, los de las entidades financieras y el saldo que se mantiene para administrar las compras del Sector Público No Bancario. El monto de estas, en vez de reducirse, ha aumentado desde el 31 de diciembre del 2015 al 15 de junio del 2016 en EUA\$44 millones.

Valoramos que la actuación del BCCR ha sido prudente, equilibrada y coherente a lo largo del tiempo. Esta Entidad seguirá actuando en el mercado cambiario moderando los movimientos abruptos, permitiendo que se manifiesten las tendencias que dictan los determinantes de largo plazo y ejecutando de manera completa planes que sean de conocimiento público que contribuyan a la administración prudente del mercado cambiario y, por ende, a la estabilidad macroeconómica de acuerdo con lo que nos exige nuestra Ley.