

¿A LA VUELTA DE LA ESQUINA?*

Eduardo Lizano

Resumen

Este artículo aborda las causas internas de las crisis macroeconómicas, en particular: la evolución de las finanzas públicas, las políticas del banco central, las decisiones de los bancos comerciales y la regulación y supervisión de los intermediarios financieros. Todas ellas pueden crear un ambiente de incertidumbre sobre el presente y el futuro inmediato, por lo que se plantean una serie de medidas consideradas necesarias para prevenir las crisis macroeconómicas y sus consecuencias.

Finalmente, el autor ofrece algunas reflexiones finales orientadas a complementar su análisis; recordándonos que la próxima crisis siempre está a la vuelta de la esquina, por lo que no puede bajarse la guardia, sino se trata de prevenir y no de esperar, para luego buscar la cura.

* Edna Camacho, Gerardo Corrales, Félix Delgado, Reinaldo Herrera, Luis Liberman, Miguel Loría, Luis Mesalles, Adrian Pacheco, Oscar Rodríguez y Norberto Zúñiga hicieron comentarios atinados a una versión preliminar de este trabajo. La responsabilidad del texto definitivo es del autor.

EDUARDO LIZANO

Academia de Centroamérica



ÍNDICE

Introducción	3
Primera parte	
¿CUÁLES SON LAS POSIBLES CAUSAS DE LAS CRISIS MACROECONÓMICAS DE ORIGEN INTERNO?.....	4
1. La evolución de las finanzas públicas.....	4
2. Las políticas del banco central	6
3. Las decisiones de los bancos comerciales.....	10
4. La regulación y supervisión de los intermediarios financieros	11
5. La desigualdad.....	12
Conclusión	14
Segunda parte	
¿CÓMO EVITAR LAS CRISIS MACROECONÓMICAS DE ORIGEN INTERNO?	15
1. El gobierno	15
2. El Banco Central.....	16
3. La regulación y la supervisión del sistema financiero	31
Tercera parte	
REFLEXIONES FINALES	41
Bibliografía.....	45

INTRODUCCIÓN

La literatura y la experiencia indican que tanto las economías desarrolladas como aquellas en vías de desarrollo, ambas, sufren crisis macroeconómicas de manera recurrente. La próxima crisis, se afirma con frecuencia, está siempre a la vuelta de la esquina. Eso sí no se sabe cuán lejos se encuentra esa esquina. Ahora bien, Carstens señalaba, en 2004, en un seminario de la Academia de Centroamérica que Costa Rica ya había completado 20 años sin crisis macroeconómicas. Hoy, ese periodo se ha ampliado a un tercio de siglo. Ciertamente, el país ha vivido momentos difíciles, sobre todo como consecuencia del efecto de las crisis de la economía internacional acaecidas durante esas décadas. Se ha logrado sortear el impacto de las vicisitudes de la economía internacional y, a la vez, se han evitado crisis de origen interno. El país no solo no lo ha hecho mal, sino por el contrario, bastante bien. Sin embargo, no se puede bajar la guardia. El peligro de la próxima crisis siempre está latente.¹

Por crisis se entiende una situación en la cual: la inflación aumenta de manera considerable, la moneda nacional experimenta una devaluación significativa y las reservas monetarias internacionales (RMI) se agotan. Las consecuencias son bien conocidas: la producción nacional (PIB) se contrae, el nivel de vida de la población disminuye, el desempleo aumenta y el país no puede cumplir los compromisos contraídos en relación con su deuda externa.

Este artículo comprende dos partes. En la primera, se aborda el tema de las causas de una posible crisis macroeconómica de origen interno. En la segunda, se plantea la cuestión referente a las medidas necesarias para evitar este tipo de crisis. Para concluir se plantean algunas reflexiones finales.

1 Este tema de las crisis macroeconómicas se refiere, claro está, también a la economía internacional. Fischer indica que "...the occurrence of major banking failures throughout the world has been a matter of great importance for anyone concerned with the stability and prosperity of the world economy" (p.1). Respecto a la situación actual y al futuro inmediato Wolf analiza los posibles acontecimientos que podrían desencadenar una nueva crisis macroeconómica en la economía internacional.

Dos observaciones preliminares son pertinentes:

- i. Los disturbios sociales y las perturbaciones políticas pueden exacerbar las presiones inflacionarias, disminuir la producción nacional y aumentar el desempleo. Esto, a la vez, puede desembocar en una crisis macroeconómica. A pesar de su importancia este tema está más allá del ámbito de este escrito.
- ii. En general, los costos sociales y económicos de las crisis macroeconómicas son muy elevados. A pesar de ello, en determinadas circunstancias socio-políticas, ellas no solo generan costos sino también beneficios. Esto sucedería cuando existe en el país una correlación de fuerzas entre los diferentes grupos sociales (empresarios, sindicatos, burocracia estatal, profesionales, partidos políticos) tal que impide tomar las medidas necesarias para acelerar el crecimiento económico y mejorar el nivel de vida de la población. En esta situación, la crisis, al perjudicar simultáneamente la posición económica de todos los grupos sociales, sin distinción de su nivel de ingreso, bien puede servir de acicate para alcanzar los acuerdos requeridos para sacar al país del marasmo político en que se encuentra. En pocas palabras: los elevados costos de la crisis serían compensados por los beneficios derivados de eliminar los cuellos de botella que impedían el progreso económico y el mejoramiento del nivel de vida de la población. Este tema de los posibles beneficios de las crisis macroeconómicas, a pesar de su trascendencia, no se considera en este documento.²

Primera parte

¿CUÁLES SON LAS POSIBLES CAUSAS DE LAS CRISIS MACROECONÓMICAS DE ORIGEN INTERNO?

Pueden ser varias. A continuación se mencionan las cuatro principales, a saber: La evolución de las finanzas públicas, las políticas del banco central, las decisiones de los bancos comerciales y la regulación y supervisión de los intermediarios financieros. Además, se hace referencia a la “desigualdad” de la distribución del ingreso como posible causa de crisis macroeconómicas.

1. La evolución de las finanzas públicas

Se trata concretamente del déficit reiterado del presupuesto del gobierno central y el consiguiente aumento de la deuda pública.

2 El tema ha sido abordado para Drazen y Grilli. Por su parte, Vargas Cullell considera que “...de toda crisis siempre brota una oportunidad”.

El presupuesto ordinario y los presupuestos extraordinarios aprobados por la Asamblea Legislativa incluyen la autorización al Ministerio de Hacienda para emitir títulos de la deuda pública en un monto suficiente para financiar los déficits contemplados en dichos presupuestos. Estos títulos de la deuda pública pueden ser bonos en colones o en dólares. Estos últimos pueden colocarse en el mercado financiero internacional o bien en el mercado financiero nacional. De esta manera, la atención de la deuda pública, interna y externa –los intereses y la amortización–, se mantiene al día. De hecho, el Ministerio de Hacienda aumenta la tasa de interés y acorta el plazo de amortización de sus títulos en cuanto sea necesario para poder vender sus bonos. Así, cumple con sus obligaciones respecto a la deuda pública, al pago de la remuneración de los empleados públicos y con las transferencias a las instituciones y entes estatales. El impago de sus obligaciones no es, pues, la razón de crisis macroeconómicas, sino lo que lo provoca.

Sin embargo, el desequilibrio marcado de las finanzas gubernamentales, consecuencia de déficits fiscales recurrentes, acarrea serios problemas:

- i. El financiamiento del sector privado se dificulta por dos razones. Primera, el gobierno al absorber recursos financieros, restringe los fondos disponibles para el sector privado (*crowding out*). Segunda, el endeudamiento público excesivo aumenta la prima de riesgo del país, lo cual reduce el acceso al financiamiento externo del sector privado y lo encarece.
- ii. Las restricciones presupuestarias, consecuencia del desequilibrio de las finanzas públicas, impiden al gobierno mantener el debido financiamiento de servicios públicos tales como salud, educación y seguridad con la consiguiente disminución del nivel de vida de la población. Tampoco puede el gobierno alcanzar, el monto de las inversiones públicas requerido para mejorar la calidad de la infraestructura (transporte y energía, por ejemplo) con el efecto negativo en la tasa de crecimiento de la economía nacional.
- iii. El aumento del riesgo país puede ocasionar serias dificultades por varios motivos:
 - el costo del financiamiento externo se incrementa;
 - la reacción de las calificadoras de riesgo al disminuir la calificación del país, alerta a los agentes económicos y al público en general sobre el deterioro de la situación. Esto, a la vez, los hace reaccionar;
 - la disminución del precio de los bonos en el mercado financiero internacional obliga a los intermediarios financieros a reevaluar a la baja los activos de su balance de situación.

Todo lo anterior bien puede originar una crisis macroeconómica en el sector financiero y, por ende, en la economía del país.

2. Las políticas del banco central

Varias son las decisiones del banco central que pueden ocasionar una crisis macroeconómica. A continuación se analizan las principales.

- a) Desatender las presiones inflacionarias. Es decir, no proceder a reducir la liquidez de manera oportuna mediante alguno de sus instrumentos: la tasa de interés de política monetaria, los encajes, la venta de bonos en colones o la venta de parte de sus reservas monetarias internacionales (RMI).

Cuanto más baja y estable haya sido la inflación en el periodo precedente y cuanto más se aleje la inflación observada de la meta de inflación establecida por el Banco Central mayor es la reacción de los agentes económicos ante el aumento de la inflación. Así pierden su confianza en el banco central y cambian rápidamente sus expectativas. La defensa de los agentes económicos y del público en general, consiste en acumular dólares lo cual disminuye el margen de acción del BC y los resultados esperados de sus medidas. Si la incertidumbre aumenta una parte de los dólares acumulados se transfiere al extranjero, así, en plata blanca, se da una “corrida” contra la moneda nacional. Decisión esta última que desemboca, más pronto que tarde, en la crisis.

- b) Permitir un crecimiento excesivo del crédito. De hecho, el aumento exagerado del crédito ha sido la causa reiterada de crisis macroeconómicas.³ El endeudamiento desmedido de las empresas (apalancamiento), de los hogares (tarjetas de crédito y préstamos personales) y de las entidades públicas (financiamiento del gasto corriente) plantean al menos dos problemas importantes:
 - i. Si la brecha entre el PIB observado y el PIB potencial es reducida, el crecimiento acelerado del crédito en poco tiempo genera presiones inflacionarias. Y la situación correspondería a la mencionada en el punto A anterior.
 - ii. Cuanto mayor sea el crecimiento del crédito, se financian más y más proyectos de baja rentabilidad, es decir más riesgosos para los bancos comerciales. El riesgo sistémico del sector financiero no tardará en ponerse en evidencia. Aumentan así las probabilidades de que algún intermediario financiero se vea forzado a cerrar sus puertas. Debido al contagio, se pone en entredicho la estabilidad del sector financiero como un todo. Con ello se está a un paso de la crisis.
- c) Adoptar un sistema cambiario de tipo de cambio fijo, ya sea de *jure* o de *facto*. Esta política es inconveniente, pues, induce a los agentes económicos a incurrir en riesgos cambiarios excesivos basados en la creencia de que el tipo de cambio se

3 Reinhart y Rogoff indican que “...almost every financial crisis has been preceded by credit boom”. Ya antes Kindleberger había también insistido sobre este tema.

mantendrá fijo. La acumulación de riesgos, por parte de los agentes económicos y en especial de los intermediarios financieros bancarios, representa en realidad, “una bomba de tiempo”. Es decir un riesgo inminente de una crisis si, por alguna circunstancia, el tipo de cambio nominal tiende a aumentar. Además, debe señalarse que los agentes económicos y el público en general pueden perder la confianza en el BC si él se empeña en anclar el tipo de cambio nominal a troche y noche. De darse este caso, bien podría, sin duda, precipitar una crisis macroeconómica.

- d) Excederse en cuanto al endeudamiento externo. Este ha sido la causa frecuente de crisis macroeconómicas en muchos países. Por ello es necesario poner especial atención a este tema.

Para un país, con el nivel de desarrollo de Costa Rica, el financiamiento externo es conveniente y hasta cierto punto necesario. De hecho, tiene poco sentido para Costa Rica financiar al resto del mundo. Por ello, la política ha de ser la opuesta: Costa Rica debe beneficiarse del financiamiento del resto del mundo.⁴

El endeudamiento externo desmedido del país puede darse debido a créditos obtenidos directamente por el Banco Central, o bien por el financiamiento externo de entidades financieras, especialmente bancos, el gobierno, el resto del sector público o el sector privado. En ambos casos, le corresponde al BC tomar las medidas de caso para evitar el exceso del endeudamiento externo.

Dos son las razones principales por las cuales este tipo de financiamiento puede llegar a ser excesivo. En primer lugar, debe mencionarse el destino de los recursos externos, ya se trate de financiar inversiones públicas o privadas o bien el consumo público o el privado. Cuando se destina a aumentar la inversión nacional, el financiamiento externo se considera beneficioso para el país. En efecto, las nuevas inversiones aumentan la producción nacional, lo cual permite generar recursos para amortizar la deuda y pagar los intereses respectivos. Y, además quedan recursos adicionales para utilizarlos en otros menesteres. La dificultad principal se presenta cuando el crédito externo se utiliza, no para aumentar las inversiones sino más bien para financiar gastos de consumo tanto público como privado, o bien para mantener un tipo de cambio fijo, de *jure o de facto*. Si este es el caso, la crisis surge cuando el país no disponga de suficientes divisas para hacer frente al pago de la deuda externa (amortización e intereses).

En segundo lugar, surgen problemas cuando se da un desfase entre las condiciones del financiamiento externo, como el plazo de amortización, y el aumento de la producción nacional, consecuencia de las inversiones adicionales financiadas con

⁴ Rogoff, indica que para países en vías de desarrollo “... The real challenge is not to reduce current account imbalances but to find ways to sustain bigger ones”.

los recursos externos. Puede darse un problema de flujo de caja, el cual obliga, generalmente, a recurrir al financiamiento de corto plazo.

Por consiguiente, es necesario ejercer la debida precaución a fin de evitar el endeudamiento externo excesivo y eludir así una de las causas frecuentes de una posible crisis macroeconómica.

- e) Posponer las medidas necesarias para hacer frente al ingreso de los llamados capitales “golondrina”. Las características de estos capitales son bien conocidas: su monto es muy considerable y además entran y salen del país rápidamente. Son atraídos por el diferencial de tasas de interés vigentes en el país y en el extranjero, la estabilidad del tipo de cambio nominal y la baja inflación. No se trata de ingresos de capital extranjero cuyo objetivo es el aumento de la producción nacional, sino más bien su propósito consiste en realizar inversiones financieras (acciones, bonos, certificados bancarios, hipotecas) en el mercado de valores.

Los capitales “golondrina” plantean serios problemas. Uno al entrar al país de manera súbita. Otro cuando salen de él abruptamente. Al ingresar ocasionan la apreciación de la moneda local, a no ser que el BC aumente sus RMI. Esto pone en aprietos a los exportadores al disminuir su competitividad en los mercados internacionales y a los productores de bienes finales para el consumo local debido a la disminución del costo en colones de las importaciones. En estas circunstancias, productores nacionales podrían no atender debidamente sus deudas, lo cual a la vez, perjudicaría a los intermediarios financieros, sobre todo a los bancarios. De ahí la posibilidad de generar la crisis.

En cuanto a la salida de los capitales “golondrina” también crea condiciones propicias para la crisis. El peligro reside en el efecto de la salida de capitales en la depreciación del tipo de cambio nominal. Ello debido a la abrupta demanda de dólares. El BC puede satisfacer el aumento de la demanda de divisas mediante la reducción de sus RMI, en cuyo caso no habría depreciación del tipo de cambio o bien el BC puede abandonar su política de un tipo de cambio fijo y permitir su fluctuación. La disminución de las RMI y el impacto inflacionario de la depreciación de la moneda nacional ocasionaría, de una parte, dificultades a los deudores al no poder honrar sus préstamos y, de otra, modificaría las expectativas de los agentes económicos. Se crean así condiciones favorables para una “corrida” contra el colón y, por ende, de generar la crisis.

Además, debe tomarse en cuenta el posible efecto de los capitales “golondrina” sobre el precio de los activos financieros. Al ingresar al país la demanda por activos financieros tiende a aumentar y, por consiguiente, su precio. Esto se refleja en una mejoría en el balance de situación de los intermediarios financieros. El peligro se origina cuando los capitales “golondrina” salen de país, pues, el valor de los activos financieros disminuirá con los conocidos efectos sobre el balance de situación de

los intermedios financieros. Para algunos de ellos poco previsores, la dificultad no podrá solventarse. Se abriría así el camino para la próxima crisis.

- f) No contar oportunamente con las normas necesarias para cumplir a cabalidad la función del Banco Central de prestamista de última instancia, sea en colones o en divisas.

El descalabro de algún intermediario financiero puede perjudicar al sistema financiero, debido al proceso de contagio. Se crearía así una situación favorable para originar una nueva crisis. De ahí la importancia, significativa sin duda, del procedimiento expedito establecido por el BC para auxiliar financieramente, en determinadas circunstancias, a intermediarios financieros en dificultades. Esto con el fin de paliar sus problemas, evitar el contagio y, en consecuencia, la crisis. El Banco Central debe contar no solo con la autorización legal para llevar a cabo este tipo de operaciones financieras, sino también establecer, de antemano, las disposiciones del caso. La acción ha de ser decidida (el monto de la ayuda debe ser suficiente para calmar las preocupaciones del público) y oportuna (la medicina no debe administrarse tardíamente al paciente).⁵

La posición frecuentemente pusilánime del BC en relación con su papel de prestamista de última instancia, se debe ya sea a que los funcionarios rehúsan asumir la responsabilidad de llevar a cabo este tipo de operaciones, a su falta de experiencia directa en el funcionamiento de los bancos comerciales y al poco conocimiento sobre la legislación vigente relacionada con los créditos bancarios.

- g) Concentrar la acción en la consecución de la estabilidad de precios y no prestar debida atención al objetivo de la estabilidad financiera. Relegar a un segundo plano la estabilidad del sistema financiero representa un grave error. En efecto, con mucha frecuencia, las crisis macroeconómicas no son consecuencia de la política monetaria del Banco Central, sino de la inestabilidad del sector financiero. De ahí la urgencia de darle la debida atención al objetivo de la estabilidad financiera. Es una tarea de la máxima importancia. Puede recaer en el Banco Central o puede ser función de otra institución como el CONASSIF, o de ambas. En este último caso, la coordinación estrecha y permanente de estas dos instituciones –Banco Central y el CONASSIF– es indispensable. Ella incluye tanto las medidas a tomar como la oportunidad de su aplicación. Debe recordarse que si bien las decisiones para mantener la estabilidad de precios y las que buscan asegurar la estabilidad financiera pueden complementarse y reforzarse, habrá situaciones en que esto sea así. De ahí la imperiosa necesidad de lograr la coordinación de ambas instituciones. De lo contrario, se abriría anchurosa la posibilidad de originar una nueva crisis.

5 En algunos casos, los bancos no recurren al BC por el temor de dar a conocer su situación al resto del sistema financiero. La solicitud de apoyo al BC se pospone lo cual puede ocasionar el contagio de otros intermediarios financieros.

3. Las decisiones de los bancos comerciales

Una y otra vez, el comportamiento de los bancos comerciales, especialmente en países altamente desarrollados ha sido la causa de crisis macroeconómicas. Sus equivocaciones son bien conocidas, sin embargo se repiten una y otra vez. Al parecer, la experiencia acumulada durante las crisis no ha sido lección suficiente para no reincidir. De hecho, nadie está dispuesto a experimentar en cabeza ajena ¡al fin y al cabo, cada quien insiste en cometer sus propios errores!

En algún momento se supuso que el autocontrol y la disciplina de los bancos y de otros intermediarios financieros serían suficientes para asegurar un comportamiento adecuado para salvaguardar los intereses de los accionistas y de los clientes, así como, para mantener la estabilidad del sector financiero. Con este propósito la regulación y la supervisión de los intermediarios financieros se han flexibilizado, es decir se hicieron más laxas. Sin embargo, el objetivo buscado no se logró, la medida no surtió el efecto esperado, especialmente cuando se constata el comportamiento de los bancos comerciales internacionales. En efecto, los responsables del funcionamiento de los bancos –los directores y los gerentes– abusaron de su posición. Asumieron riesgos exagerados en su afán, un tanto obsesivo, de maximizar las utilidades de muy corto plazo (utilidades trimestrales y el *market share*). Esto, principalmente, por dos razones: primero, porque directores y gerentes no sabían si mañana continuarían en sus puestos y segundo, porque, sus remuneraciones, incluidas las bonificaciones, dependían de las utilidades de corto plazo. Se produjo así una divergencia sumamente inconveniente entre los intereses de los accionistas y los de los funcionarios responsables de la marcha de los bancos. Así, instituciones financieras de gran renombre internacional se han visto forzadas a pagar multas por miles de millones de dólares en vista de su comportamiento impropio. Esto pone en evidencia decisiones reñidas con normas éticas elementales. Los bancos toman caminos ya transitados: acumulan riesgos muy elevados debido a prácticas bien conocidas. Por ejemplo:

- descalce de plazos;
- descalce de monedas;
- activos “tóxicos”,⁶ (préstamos e inversiones con pocas posibilidades de recuperación);

6 Los bancos comerciales trataron de disminuir sus riesgos mediante la “securitización” de préstamos hipotecarios. Esta consiste en vender al público participaciones en fondos de inversión cuya garantía consistía en “paquetes” de hipotecas de diversas condiciones (plazo, intereses, montos) y diferente riesgo. De esta manera, las hipotecas dejarían de formar parte del activo de los bancos, sino del de quienes adquirirían las participaciones en el fondo. Así, el riesgo se transfería de los bancos al público inversionista. Sin embargo, no pocos bancos mantuvieron en su activo montos considerables de esas participaciones. No queda claro la razón de esta decisión. Quizás no pudieron venderlas o consideraron que se trataba de un pingüe negocio.

- garantías insuficientes;
- concentración de cartera en alguna actividad o sector;
- crecimiento muy acelerado de la cartera de préstamos (laxitud en la evaluación de los riesgos de los créditos);
- “*loan –to – value*” irreal o excesivo;
- “*debt – to – income*” insatisfactorio;
- operaciones fuera del balance;
- sobreapalancamiento de empresas y hogares;
- financiamiento a deudores con riesgo cambiario;
- estados financieros de deudores no auditados o auditados por firmas no reconocidas.

Cuando algún banco importante experimenta dificultades serias el sistema financiero se contagia. Los problemas de liquidez (flujo de caja) y de solvencia rápidamente afloran. Es el comienzo de la crisis.

Debe tenerse presente que las crisis originadas en el sector financiero, se inician no solo por las decisiones de los intermediarios financieros (origen “micro”), sino también por perturbaciones de los mercados financieros consecuencia, por ejemplo, de presiones inflacionarias o de inestabilidad del mercado cambiario (origen “macro”). Sin embargo, en este caso, la verdadera causa de la crisis se origina fuera del mercado financiero.⁷ Estos factores se analizan en las secciones correspondientes de este documento.

4. La regulación y supervisión de los intermediarios financieros

El comportamiento de los intermediarios financieros, principalmente el de los bancos comerciales, ha sido la causa de crisis macroeconómicas repetitivas. De ahí, la importancia tan significativa de la regulación y la supervisión (R y S) del sector financiero. El propósito de la R y S es doble. Primero, proteger de manera específica al público de la posible quiebra de intermediarios financieros y, en general, del efecto de posibles crisis generalizadas del sistema financiero. Segundo, velar por el desarrollo vigoroso y estable del sistema financiero a fin de cumplir su papel tan relevante para el crecimiento de los demás sectores de la economía nacional.

La R y S desempeñan entonces dos funciones primordiales. De una parte, su tarea relacionada con la evolución de cada uno de los intermediarios financieros, su función “micro” de cuidar cada uno de los árboles del bosque. De otra, el objetivo de mantener

⁷ Sobre este tema puede consultarse a Crockett.

el funcionamiento satisfactorio del conjunto del sistema financiero, su función “macro” de cuidar el bosque. Concretamente, se trata de evitar la acumulación de riesgos excesivos tanto en el caso de cada intermediario financiero (R+S “micro”) tomado por separado, como en el del sistema financiero en su conjunto (R+S “macro”). Se trata de hacer medicina preventiva en vez de curativa.

Los yerros del proceso de R y S ocurren principalmente en cuatro ámbitos:

- La R y S se centran en temas que realmente no son relevantes, y no se pone el énfasis debido en los que sí son significativos.
- Las medidas de R y S son adecuadas pero su aplicación es incorrecta o tardía.
- La R y S no da a la gobernanza de los intermediarios financieros la trascendencia necesaria para asegurar su funcionamiento adecuado. Las decisiones recientes de la SUGEF y del CONASSIF apuntan en la dirección correcta. Queda, sin embargo, aun un largo camino por recorrer.⁸
- No se logra la debida coordinación interinstitucional (Banco Central, Ministerio de Hacienda y el CONASSIF) al tomar medidas “microprudenciales” y sobre todo cuando se trata de la adopción de decisiones “macroprudenciales”.

Estas deficiencias del proceso de R y S propician la inestabilidad de algunos intermediarios financieros y peor aún, del sistema financiero como un todo. Esto, a la vez, ha sido la causa, en repetidas ocasiones, de crisis macroeconómicas.

5. La desigualdad

El aumento de la desigualdad ha caracterizado la evolución de la economía de los países desarrollados y de los países en vías de desarrollo. Se ha planteado entonces la pregunta de hasta dónde la mayor desigualdad ha sido la causa de crisis macroeconómicas.⁹ ¿Ocasiona, en efecto, la desigualdad crisis macroeconómicas? Quienes contestan afirmativamente esta pregunta razonan básicamente de la siguiente manera: uno, la desigualdad genera un aumento explosivo del crédito y dos, esta expansión insostenible del crédito es la causa de la crisis.

Ahora bien, ¿por qué la desigualdad aumenta la demanda de crédito? Varias son las razones que se aducen.¹⁰

8 Véase el Acuerdo SUGEF 16-16 aprobado por el CONASSIF en noviembre 2016.

9 En otro orden de ideas se ha planteado también la pregunta en sentido contrario, a saber: hasta dónde de la política monetaria y financiera ha sido la causa de una mayor desigualdad. Este tema, sin duda importante, no se trata en este artículo.

10 Véase Kumhof y Rancièrre y también Rajan.

- i. Los periodos “normales” se caracterizan por: el crecimiento económico, la estabilidad macroeconómica, la confianza en el futuro y la complacencia de los acreedores (bancos comerciales) y de los supervisores de los intermediarios financieros. Así, acreedores y supervisores bajan la guardia basados en la creencia equivocada de que el futuro no será más que la repetición del presente. Con base en este comportamiento las condiciones de los créditos (tasa de interés, plazos, garantías) se flexibilizan de manera notoria.
- ii. Por otro lado, una de las consecuencias de la desigualdad es el estancamiento del nivel de vida de los grupos sociales de bajos ingresos. Ante las demandas de estos grupos por mejorar la distribución del ingreso los políticos (a caza de votos) y los empresarios (en pos de utilidades), en vez de apoyar el aumento de los salarios, deciden más bien facilitar las condiciones del crédito. De ahí, por ejemplo la gran explosión del crédito para el sector de la vivienda.¹¹
- iii. Además, estos grupos sociales, a fin de mantener sus niveles de consumo, recurren exageradamente al crédito personal (tarjetas de crédito), así como al crédito comercial, el cual incluso no consta en la central de información de deudores, con lo cual se termina sobreapalancándose a los hogares.
- iv. La clase media demanda crédito de forma muy considerable para intentar imitar los niveles de consumo de los grupos de altos ingresos (“efecto demostración” de Duesenberry), así como para participar en el mercado de valores.
- v. El grupo de altos ingresos decide “apalancarse” para participar más activamente en el mercado de valores.

Todo lo anterior explica el crecimiento explosivo del crédito y, por ende, insostenible. Se abre así el camino para la próxima crisis.

Ahora bien, la relación de causalidad entre la expansión exorbitada del crédito y la crisis macroeconómica se ha confirmado, pero la relación entre la desigualdad y el crecimiento del crédito no. El aumento del crédito más bien se relaciona con la conocida evolución

11 Al respecto, es interesante la posición de Greenspan (p. 263) sobre la crisis *subprime* en Estados Unidos: “Yo era consciente de que la relación de las condiciones de crédito hipotecario para los prestatarios *subprime* aumentaba el riesgo financiero y de que las iniciativas de propiedad de vivienda subvencionada distorsionan los resultados del mercado. Pero creía, y sigo creyendo, que los beneficios de una ampliación de la propiedad de viviendas compensan el riesgo. La protección de los derechos de propiedad, tan crucial para una economía de mercado, requiere una masa crítica de propietarios que sostenga el apoyo político”.

del ciclo económico al pasar de su fase ascendente (vacas gordas) a la fase descendente (vacas flacas), tal como lo explican Borio y White (2003).^{12,13}

Conclusión

En resumen, el desequilibrio de las finanzas públicas, las políticas equivocadas del banco central, el comportamiento inadecuado de los intermediarios financieros, en especial de los bancos y las deficiencias de la regulación y supervisión bancaria, todo ello crea incertidumbre sobre el presente y dudas sobre el futuro inmediato. Sobre todo si se tiene en cuenta que, por lo general, las crisis no son el resultado de solo uno de estos factores. En realidad, la crisis casi siempre se debe a la presencia simultánea de varios de ellos tanto de origen interno como externo. La repercusión sobre las expectativas es significativa tanto de los agentes económicos como del público en general. La desconfianza sobre la verdadera situación de los bancos genera “corridos” en su contra. Y la desconfianza acerca de la disponibilidad real de RMI en poder del banco central genera también “corridos” contra él. De hecho, el cambio de expectativas obliga al público y a los clientes de los bancos a “defenderse”. ¿Cómo? De una parte, activos en colones se convierten en activos en dólares. De otra parte, cuando el riesgo y la incertidumbre arrecian, los activos en dólares se transfieren al exterior. En el primer caso, la efectividad de las políticas del BC disminuye para evitar la crisis. En el segundo caso, se trata de una “corrida” contra la moneda nacional, lo cual dificulta, de manera considerable, la posibilidad de evitar la crisis macroeconómica. Cómo impedir esta secuencia es el tema de la segunda parte de este escrito.

12 “...the true explanation for credit booms that lead to financial crises it now seem fairly clear from our examination of the data that neither have much to do with rising income inequality” p. 20. Para Bordo y Meissner se trata de un proceso conocido “...a familiar boom - bust pattern of declines in interest rates, strong growth, rising credit, asset price boom and crises”, p. 1.

13 Esta discusión acerca de la desigualdad como causa posible de crisis macroeconómica no ha concluido y posiblemente, continuará durante cierto tiempo. Las conclusiones preliminares no parecieran representar un tema prioritario para la economía como la costarricense. Sin embargo, no puede perderse de vista la necesidad de prestar atención, de una parte, a los efectos de la política económica en la desigualdad y de otra, cómo el grado de desigualdad incide en los resultados de la política económica.

Segunda parte

¿CÓMO EVITAR LAS CRISIS MACROECONÓMICAS DE ORIGEN INTERNO?

Para evitar una nueva crisis macroeconómica como la de los años 2007 y 2008 se requiere la acción decidida y concertada de al menos cuatro actores, a saber: el Ministerio de Hacienda, el Banco Central, el CONASSIF y el sistema financiero nacional.

1. El gobierno

El desequilibrio reiterado de las finanzas del Sector Público (gobierno, entes autónomos y empresas públicas) aumenta la deuda pública interna (colones y dólares) y la externa (dólares) cuyo monto excesivo y sus condiciones (plazos, tasa de interés, garantías) generan serios problemas para economía nacional:

- aumenta las tasas de interés,
- incrementa el riesgo país,
- crea las condiciones para generar crisis de la balanza de pagos,
- entorpece la acción del Banco Central, por ejemplo, en el manejo de las tasas de interés.

Dicho lo anterior, debe reconocerse que es poco usual que el empeoramiento de las finanzas públicas sea el origen de la crisis macroeconómica. Por lo general, el gobierno, mediante el aumento de la tasa de interés, puede allegar los fondos necesarios para mantener al día sus obligaciones locales y externas. No obstante, el aumento considerable de las tasas de interés sí puede ocasionar indirectamente la crisis. Esto cuando este aumento incide de manera directa en el balance de los intermediarios financieros y, en general, en la capacidad de los deudores para atender debidamente sus deudas.

Las medidas para enfrentar el problema son bien conocidas:

- i. Modificar la interpretación de la Sala Constitucional de la norma según la cual los gastos corrientes del gobierno deben financiarse con sus ingresos corrientes. Es decir, el endeudamiento neto, interno y externo, debe destinarse solo al financiamiento de inversiones públicas. Esta norma debe aplicarse también a las instituciones del sector público.
- ii. Aprobar las modificaciones de las reglas fiscales ya vigentes. El propósito básico consiste en establecer, en última instancia, límites al crecimiento del gasto del Sector Público. Sin estas normas se corre el riesgo de destinar el posible aumento de la

- recaudación tributaria, consecuencia de nuevos impuestos o la modificación de los actuales, a financiar gastos corrientes adicionales.
- iii. Tramitar en el seno de la Asamblea Legislativa la aprobación del monto quinquenal del endeudamiento neto público en moneda extranjera, se trate de deuda interna o externa. Mientras se tramita la disposición legislativa anterior, se mantendría la mayoría calificada de la Asamblea Legislativa como requisito para aprobar el financiamiento externo y simple mayoría cuando el endeudamiento es en moneda nacional.
 - iv. Ejecutar los proyectos de inversión pública contemplados en el Plan Nacional de Desarrollo. Las condiciones específicas (monto, tasa de interés, plazo, garantías) deben ser aprobadas por el Ministerio de Hacienda y cuando se trata de endeudamiento externo también de parte del BC.
 - v. Adoptar medidas para reducir el déficit del Sector Público. Para ello es necesario aumentar los ingresos fiscales (mejorar la recaudación de ciertos impuestos). Asimismo proceder al ajuste de las tarifas de servicios públicos.
 - vi. Disminuir las erogaciones del sector público, para lo cual se debe prestar especial atención a los llamados “disparadores” del gasto.

2. El Banco Central

a) El marco jurídico

El Banco Central necesita disponer de suficiente autonomía para cumplir su cometido a satisfacción. Salvaguardar la autonomía del BC es de suma importancia para mantenerse a salvo de las vicisitudes políticas cotidianas y de las constantes presiones de los grupos de interés. La legislación debe establecer claramente los objetivos del BC así como dotarlo de los instrumentos necesarios para alcanzarlos. Remozar la legislación cada cierto tiempo de acuerdo con el cambio de las circunstancias, el avance de los conocimientos y la experiencia acumulada es una tarea delicada pero necesaria. Casos evidentes se relacionan hoy, por ejemplo, con la responsabilidad creciente del BC en relación con el tema de la estabilidad del sector financiero, el control de capitales “golondrina” y la posibilidad de utilizar las RMI como instrumento de la política monetaria. Transformar las situaciones *de facto* en otras *de jure* es un paso importante para reforzar la autonomía del BC y la transparencia de sus políticas.

Dicho lo anterior, debe quedar claro, sin embargo que autonomía no significa independencia. El BC es, al fin y al cabo, parte del país. Conforme se amplían sus responsabilidades –objetivos– y se aumenten su posibilidad de acción –instrumentos– mayor será su poder. En consecuencia, más evidente es la necesidad de ejercer

control político sobre la institución. Varios puntos deben considerarse sobre este tema:

- i. El BC debe rendir cuentas con mayor frecuencia: comparecer semestralmente ante la Comisión de Asuntos Económicos de la Asamblea Legislativa y cada trimestre en el Consejo de Gobierno para informar sobre el desarrollo de sus políticas, los resultados obtenidos y las perspectivas sobre la economía nacional. Los informes del BC y las actas de esas reuniones deben ser públicas.
- ii. El uso de algunos de los instrumentos del BC debe ser restringido:
 - En algunos casos, se requiere de la mayoría calificada de la junta directiva, incluido el voto del Ministro de Hacienda.
 - Otros instrumentos podrá utilizarlos, pero solo por un plazo determinado fijado por la ley.
 - En otros casos, deberá comunicar a la Asamblea Legislativa y al Consejo de Gobierno la adopción de determinadas decisiones.
- iii. La votación en la Junta Directiva del BC de ciertos cambios de su política deben ser razonados por cada uno de los directores, así debe constar en las actas, las cuales deben ser públicas.
- iv. La Junta Directiva del BC debe poder sesionar con la presencia de los directores nombrados por el Consejo de Gobierno. De esta manera, la Asamblea Legislativa no podría impedir el funcionamiento de la junta directiva del BC. Además, los diputados tendrían un plazo determinado (¿dos meses?) para decidir si ratifican o rechazan el nombramiento de parte del Consejo de Gobierno de los miembros de la Junta Directiva del BC. Si transcurrido el plazo los diputados no toman una decisión el nombramiento se daría por ratificado.
- v. Podría también considerarse la posibilidad de nombrar al presidente del BC no al principio de cada administración sino a medio período. Esto en aras de lograr una mayor autonomía del BC.
- vi. Cada tres o cuatro años el BC debe someterse a una evaluación de sus políticas por parte de un grupo de expertos internacionales independientes escogidos por él. No es una auditoría financiera sino una evaluación de sus políticas cuyo resultado sería de conocimiento público, esto es un análisis de la gestión por resultados del BC.¹⁴

La transparencia del BC es de fundamental importancia para lograr la confianza de los agentes económicos. Se trata de una condición necesaria, aunque no suficiente,

14 Sobre este tema puede consultarse Svenson (2009). Asimismo, las evaluaciones realizadas del banco central de Nueva Zelandia (Svenson, 2001) y del de Noruega (Svenson, 2002).

para poder desempeñar el papel decisivo que está llamado a jugar para evitar una posible nueva crisis macroeconómica.

b) La estabilidad financiera

Hoy, más y más países han decidido dar mayores responsabilidades al Banco Central respecto a la estabilidad del sistema financiero. Por ello, la estabilidad financiera es ya un objetivo de muy alta prioridad para un buen número de bancos centrales.¹⁵

Esto se debe al menos a dos razones:

- i. Las crisis macroeconómicas han surgido, con frecuencia, de la inestabilidad del sector financiero. Tanto es así que históricamente la principal tarea del Banco Central ha consistido en desempeñar la función de prestamista de última instancia. Esto con el propósito de evitar las “corridas” en contra de los bancos e impedir de esta manera el contagio del sistema financiero y las crisis macroeconómicas. La mayor crisis macroeconómica contemporánea –la Gran Recesión de 2008–, no fue la excepción. De hecho, las principales economías del mundo presentaban un record impecable con respecto a la inflación (aproximadamente 2 por ciento anual, durante varios años). Sin embargo, ello no fue suficiente para evitar la acumulación de riesgos tan considerables que causó una verdadera debacle en el sector financiero. Ella contagió a la economía real (producción, comercio, empleo) de manera generalizada y dio origen a la crisis macroeconómica más importante después de la Segunda Guerra Mundial.
- ii. El objetivo del BC de mantener la estabilidad de precios puede malograrse de no lograrse la estabilidad del sistema financiero. De ahí, el interés marcado del BC en lograr la estabilidad financiera como parte de su propósito principal de evitar las crisis macroeconómicas.

Para tal propósito el BC ha de modificar su organización de manera significativa. Concretamente la unidad responsable de las tareas relacionadas con la estabilidad del sector financiero debe reforzarse.

15 Bernanke, (2011) sin tapujo alguno, afirma “One of the most important legacies of the crisis (el autor se refiere a la crisis del 2008) will be the restoration of financial stability policy to co-equal status with monetary policy” (p. 5) y más adelante continua “Policies to enhance financial stability and monetary policy are now seen as co-equal responsibilities of central banks”(p. 18) La preocupación por la estabilidad del sistema financiero no es evidentemente, algo nuevo. El BM y el FMI, una década antes de la Gran Recesión, ya habían llamado la atención sobre la importancia del tema (David Folkerts-Landau and Carl-Johan Lindgren). Recientemente, el resultado de una encuesta realizada por el IMF (p. 37) indicaba que “...the central banks are given financial stability mandate in most countries (90 percent) that responded to the survey”. Por su parte, Eichengreen y el distinguido grupo de coautores indica “... Financial stability should be an explicit mandate of central banks” (p. 30).

El cumplimiento de esta tarea requiere la adopción de un conjunto de medidas, denominadas “macroprudenciales”. Algunas de ellas a cargo del BC, otras del CONASSIF y del Ministerio de Hacienda.

De ahí surge la necesidad de una estrecha coordinación del BC con el CONASSIF. Dos observaciones al canto son pertinentes.

- i. Para llevar a cabo la coordinación permanente y sistemática, se requiere no solo reforzar la unidad del BC a cargo de esta tarea. El CONASSIF, por su parte, también ha de modificar su organización, con el mismo fin. Así, ambas instituciones podrán relacionarse de tú a tú, entender el lenguaje del otro, intercambiar la información disponible, conocer sus programas y, mediante el diálogo, comprender los puntos de vista de la otra, y no tomar decisiones importantes sin las debidas consultas previas.
- ii. Las medidas “macroprudenciales” pueden ser complementarias de las medidas tomadas para mantener la estabilidad de precios. Sin embargo, no es de extrañar que en determinadas circunstancias, por el contrario, sean incompatibles. Ello puede causar divergencias entre el punto de vista del BC y el del CONASSIF. La discrepancia puede deberse a:
 - la oportunidad de intervenir;
 - las medidas por tomarse;
 - los instrumentos a utilizarse;
 - la manera cómo deben utilizarse los instrumentos.

Si se presenta una discrepancia entre el BC y el CONASSIF, la posición del BC debe prevalecer. De hecho, en un barco no pueden mandar dos capitanes. El conflicto debe resolverse con rapidez sobre todo en tiempo de borrasca. La decisión del BC debe ser de acatamiento vinculante para el CONASSIF. En este caso, la decisión del BC debe ser aprobada por mayoría calificada de su junta directiva, incluido el voto afirmativo del Ministro de Hacienda. El asunto debe hacerse de conocimiento del Consejo Gobierno rápidamente. Así, la política del BC para alcanzar el objetivo de mantener la estabilidad el sector financiero es una tarea esencial para prevenir las crisis macroeconómicas.

Como se indicó un marco jurídico que precise los objetivos del BC y del CONASSIF y dote a ambas instituciones de los instrumentos necesarios para alcanzarlos, representa, sin lugar a dudas, un elemento indispensable para prevenir las crisis macroeconómicas. Ello sin embargo, está lejos de ser suficiente. Prevenir las crisis depende, evidentemente, de las medidas concretas adoptadas por ambas instituciones. De ahí la importancia singular de temas como los siguientes: cuáles

instrumentos se utilizan, cómo se usan (amplitud y profundidad) y cuándo se emplean (oportunidad y periodo de su vigencia). La respuesta a estas preguntas determina, si las políticas adoptadas logran prevenir la crisis o no.

Un punto adicional debe mencionarse. La aceptación de la estabilidad financiera como uno de los objetivos principales del Banco Central plantea una dificultad importante desde el punto de vista conceptual y desde el práctico. En efecto, hoy existe un acuerdo tácito para determinar si el objetivo de la estabilidad de precios (minimizar la brecha entre la inflación observada y la meta de inflación y reducir la brecha entre el PIB observado y el PIB potencial) se ha alcanzado o no, lo mismo no sucede cuando se trata de decidir si el objetivo de la estabilidad financiera se ha logrado. El principal criterio que se toma en consideración es la llamada “prueba de esfuerzo” (*stress test*) de los intermediarios financieros. La prueba se llevaría a cabo para cada uno de los intermediarios financieros y de los grupos financieros. Se pondría especial énfasis en la calidad del capital y del monto de las reservas de acuerdo con el riesgo asumido por el intermediario financiero, así como del riesgo que cada uno de ellos representa para el sistema financiero como un todo. Para ello se pondría mucha atención a la evolución de la relación entre el comportamiento de la cartera de crédito y el del PIB.¹⁶

En síntesis, se considera que la estabilidad financiera y la estabilidad de precios deben considerarse como partes del mismo bien público.¹⁷

Incorporar la estabilidad del sector financiero como uno de los objetivos principales del BC representa para la institución un desafío de suma importancia. Se trata de un reto no solo importante sino también complejo.

Las dificultades son muchas:

- lograr la adecuada división de trabajo entre el BC, el CONASSIF y el Ministerio de Hacienda;
- asegurar la coordinación interinstitucional en cuanto al diagnóstico de la situación, es decir acerca de la oportunidad de tomar las medidas, así como establecer los instrumentos a utilizar;

16 Aunque la relación entre ambas variables podría sugerir en principio una correlación positiva la dirección de causalidad no resulta trivial y en algunos casos puede resultar estadísticamente baja por problemas de rezagos y otras consideraciones.

17 “...think about price stability and financial stability as two dimensions of the same public good.” (p. 2) y continua “... progress will require the recognition that both price and financial stability are essential ingredients of the monetary systems of well functioning economies and that they are in fact two aspects of the same public good” (p. 6). Ya antes Mishkin había indicado que “...monetary policy and financial stability are intrinsically linked to each other and the dichotomy between monetary and financial stability policy is a false one” (p. 46)

- realizar un esfuerzo especial de parte del BC a fin de alcanzar los dos objetivos de manera simultánea: la estabilidad de precios y la estabilidad del sistema financiero. Ahora bien, la tarea del BC es compleja dada la participación de varias instituciones, la consecución de diferentes objetivos y el uso de diversos instrumentos. La posibilidad de múltiples inconsistencias e incoherencias son evidentes. Sin embargo, enfrentar estas dificultades es una tarea inevitable para prevenir las crisis macroeconómicas.

c) La estabilidad de precios

Un requisito principal para evitar la crisis macroeconómica se refiere a la confianza de los agentes económicos y el público en general en el Banco Central. Satisfacer este requisito exige al Banco Central actuar con transparencia y coherencia. Perder la confianza sería un caldo de cultivo fértil, para la crisis. Al respecto, el tema de la estabilidad de precios es de primordial importancia. Para este propósito los bancos centrales, en general, han adoptado la meta de inflación como “ancla” de su política monetaria. Tres temas requieren aclararse a saber: primero, ¿cuál es el concepto de meta de inflación del Banco Central?, segundo, ¿cuál es el compromiso real del Banco Central con la meta de inflación adoptada? y tercero, ¿cuáles son los instrumentos utilizados por el Banco Central para alcanzar su objetivo?¹⁸

1. Aclarar el concepto de metas de inflación.

El Banco Central dispone de tres posibilidades:

- i. Meta de inflación “estricta” (“*strict*”). En este caso, el objetivo del Banco Central se refiere únicamente a alcanzar la meta de inflación que ha comunicado al público. Se trata nada más de reducir al mínimo la brecha entre la inflación observada y la meta de inflación. King denomina a un banco central cuyo único objetivo consiste en controlar la inflación como un “inflation nutter”.¹⁹
- ii. Meta de inflación “flexible”. En este caso, la política del Banco Central trata, simultáneamente, de reducir al mínimo la brecha entre la inflación observada y la meta de inflación y, a la vez, la brecha entre el PIB observado y el PIB potencial.²⁰ El Banco Central adecua sus instrumentos de manera

18 Queda, además, por aclarar el tema acerca de cuál es la metodología del BC para calcular la inflación, pues, son varias las posibilidades. Por ejemplo, si toma en cuenta la variación del precio de todos los bienes o se excluyen algunos como el petróleo y determinados alimentos. Asimismo, es necesario decidir si se consideran también el precio de los servicios, así como el de ciertos activos financieros. La relevancia de las decisiones del BC sobre estos temas es evidente.

19 King utiliza la expresión “inflation nutter” en la página 89 del artículo mencionado en la bibliografía.

20 “Flexible inflation target means that monetary policy aims at stabilizing both inflation around the inflation target and the real economy”, Svenson 2009, p. 2.

de alcanzar ambos objetivos. Ahora bien, debe reiterarse que el comportamiento del PIB observado no es solo responsabilidad del Banco Central. De hecho, él depende, sin duda, de otras políticas fuera de su ámbito de acción. Otra cosa muy diferente es no aceptar que las políticas del Banco Central sí tienen efectos significativos en la evolución del PIB –potencial y observado–. Por ello, el Banco Central no puede dejar de reconocer este hecho a la hora de adoptar sus decisiones y tomar sus medidas. Es por ello que en determinadas circunstancias, bien pueden darse desviaciones de la meta de inflación en aras de lograr la estabilidad de la producción nacional²¹

- iii. Meta de inflación “integral”. Cuando el Banco Central decide, como sucede con frecuencia en la actualidad, incluir la estabilidad financiera dentro de sus objetivos, entonces la meta de inflación “flexible” se modifica. Ahora se trata de la meta de inflación “integral”. La razón de esta evolución se explicó ya en la sección B anterior. Cuando se toma en consideración la estabilidad del sistema financiero como parte de las funciones del banco central. Para este propósito se toma en consideración básicamente el comportamiento de la relación entre el crecimiento del crédito y el del PIB.

Así, Agénor y Pereira da Silva expresan entonces la regla de la política del BC como “*inflation gap –output gap– credit growth*”.²² Este planteamiento complica la acción del banco central pues, se trata de añadir más objetivos y más instrumentos. La posibilidad de cometer errores aumenta. Sin embargo, más y más bancos centrales consideran inevitable reconocer este desafío. El Banco Central enfrenta la siguiente disyuntiva: menos objetivos y menos instrumentos o más objetivos y más instrumentos. Desde el punto de vista de prevenir la crisis macroeconómica es de suma importancia la claridad con la cual el Banco Central comunique su decisión a los agentes económicos y al público en general.²³

2. Una vez concretada y comunicada la decisión del Banco Central acerca de cuál concepto de meta de inflación ha adoptado, se le plantea la necesidad de

21 “...flexible inflation target means that deviations from target may be deliberate in order to stabilize the real economy”, Svenson 2009, abstract.

22 Para un análisis de las ventajas y limitaciones de este planteo véase Agénor y Pereira da Silva, pp. 93-95

23 Una alternativa adicional consiste en la posición de Epstein. Él opta por la meta de inflación “real” (“real targeting approach”). La dificultad principal de este enfoque se refiere al hecho de establecerle al banco central objetivos (“poverty levels, employment growth, investment or real economic growth”), cuya responsabilidad, en realidad, corresponde a otras instituciones y, por ende, fuera de su ámbito de acción.

precisar cuál es el grado de compromiso para alcanzar este objetivo. Es decir, si en realidad su decisión significa adecuar sus instrumentos para alcanzar la meta de inflación o no. La percepción de los agentes económicos sobre este tema juega un papel clave. Si es positiva ellos utilizan la información sobre la meta de inflación como un elemento importante para tomar sus decisiones. Si es negativa ellos tomarán en consideración otros factores y no la meta de inflación. La percepción negativa de los agentes económicos se alimenta y crece si el Banco Central:

- permite que la inflación observada se separe, de manera considerable y con frecuencia, de la meta de inflación establecida;
- no hace uso suficiente de sus instrumentos para mantener la inflación observada cercana a la meta de inflación; y
- adopta una posición asimétrica en relación con la meta de inflación: considera la meta de inflación como un “techo” pero no como un “piso”. Es decir, adopta las medidas del caso para que la inflación observada no sobrepase la meta, pero no las toma cuando la inflación observada es inferior a la meta de inflación.

El comportamiento del Banco Central puede crear así confusión e incertidumbre, lo cual socava la confianza en la institución. Y, por ende, modifica las expectativas de los agentes económicos y del público en general: unos y otros se ven obligados a tomar medidas “defensivas” (compra de divisas, “dolarización”). Se está así en la antesala de la próxima crisis.

3. Finalmente, el Banco Central debe aclarar cuáles son los instrumentos a los cuales echará mano para alcanzar su objetivo. En general, el instrumento preferido es la tasa de interés de política monetaria. Su modificación, se supone, incide en la curva de rendimientos, en el costo del fondeo de los bancos, en sus tasas pasivas y activas, y, por consiguiente, en la demanda de crédito por parte de los agentes económicos y el público en general. Y, de esta manera, se ejerce influencia sobre las presiones inflacionarias y los sectores reales de la economía. Ahora bien, un punto esencial que el Banco Central debe aclarar concierne a cuál sería su decisión si el uso de ese instrumento no da los resultados esperados.²⁴ Entonces se plantea la pregunta de cuáles otros instrumentos utilizará. Concretamente, se podría considerar, por ejemplo, el uso de los encajes o el aumento o la disminución de las RMI:

²⁴ Lizano indica las razones por las cuales esta situación puede darse (pp. 11-12).

- El aumento (disminución) de los encajes reduce (aumenta) la liquidez, se frenan (aceleran) las presiones inflacionarias y el crecimiento de la economía.
- Por su parte, la acumulación (disminución) de RMI aumenta (disminuye) la liquidez y de esta manera se aceleran (se frenan) las presiones inflacionarias y la expansión de la economía nacional.

Así las cosas, aclarar la política del Banco Central con respecto a los instrumentos que decide utilizar, así cómo y cuándo utilizarlos, es de mucha importancia para prevenir las crisis macroeconómicas.

d) La política cambiaria

La política cambiaria del Banco Central tiene una importancia estelar para la economía nacional y, concretamente, también para el tema de las crisis macroeconómicas. Su relevancia es ampliamente reconocida.²⁵ Sin duda, forma parte de las preocupaciones cotidianas de la institución.

Dos temas requieren especial consideración: la política en relación con el tipo de cambio nominal y la política referente al tipo de cambio real.

1. En cuanto al tipo de cambio nominal el Banco Central tiene dos opciones:
 - i. La flotación cambiaria “no-administrada”. En este caso el Banco Central no interviene (compra o venta divisas) en el mercado cambiario. El tipo de cambio fluctúa libremente de acuerdo con la oferta y la demanda de los participantes en el mercado cambiario. Por lo general, los bancos centrales no toman este camino en especial cuando se trata de economías y mercados muy pequeños. Esto en vista de los efectos negativos como consecuencia de las posibles fluctuaciones violentas y frecuentes del tipo de cambio nominal. Y, por ende, el peligro de una crisis macroeconómica que ellas podrían acarrear.
 - ii. La flotación cambiaria “administrada”. En este caso, el Banco Central sí decide intervenir en el mercado cambiario (compra o venta de divisas), en dos circunstancias: primera, cuando el tipo de cambio nominal no coincide con el tipo de cambio de “equilibrio” y segundo, si se presentan

25 Fischer (2011) indica que: “...No central banker ...can be indifferent to the level of exchange rate” (p. 11). Blanchard et al. van un paso más allá “Central banks in small open economies should openly recognize that exchange rate stability is part of their objective function” (p. 13). Tampoco puede dejarse totalmente de lado la posición reiterada de Rodrik (2007 y 2009) en el sentido de que no solo la apreciación monetaria es perjudicial para el desarrollo económico de los países pobres, sino que la depreciación es, por si misma, un elemento positivo para promover el crecimiento económico de esos países.

fluctuaciones “violentas” aunque se esté cerca del tipo de cambio de “equilibrio”. El BC reconoce entonces que el tipo de cambio nominal de “equilibrio”, resultado de la interacción de la oferta y demanda, no refleja la situación real del país. Esto debido a la presencia de participantes en el mercado cambiario, tanto del lado de la oferta como del de la demanda, con capacidad para incidir, de hecho, en el nivel del tipo de cambio.²⁶ Por ello, el BC decide optar por la flotación cambiaria administrada. En este caso, el punto clave se refiere al efecto de las reglas de intervención del Banco Central. Si el resultado consiste en modificaciones de poca monta del tipo de cambio entonces se plantea a los agentes económicos la pregunta de hasta donde el Banco Central comunica una cosa –optar por la flotación administrada– y en realidad pretende otra –mantener, para efectos prácticos, un régimen cambiario de tipo de cambio prácticamente fijo. O, peor aún, un tipo de cambio en algún nivel que las autoridades consideran debe ser el prevaleciente. La flotación administrada se convierte así en una intervención administrada. En estas circunstancias, los agentes incurren en riesgos cambiarios excesivos, dada la estabilidad del tipo de cambio nominal. De ahí se sigue el peligro de la acumulación insostenible de riesgos cambiarios en el transcurso de tiempo, debido a la dolarización de las carteras bancarias y, eventualmente, de las transacciones comerciales. Esta situación representa, evidentemente, un serio peligro para la estabilidad macroeconómica y, en consecuencia, aumenta la posibilidad de una nueva crisis.

Un punto adicional de suma importancia se da cuando el Banco Central toma la decisión de utilizar sus RMI como instrumento para “estabilizar” el tipo de cambio nominal. Si el Banco Central no aclara, debida y oportunamente, el alcance de su compromiso surge la incertidumbre, entre los agentes económicos y el público en general, de hasta donde el nivel de RMI alcanza para mantener dicha política. Ahora bien, esta incertidumbre puede ser un factor desencadenante de una próxima crisis.

- iii. Un tema adicional que surge es si la intervención buscara no simplemente moderar las fluctuaciones “violentas” en el corto plazo, sino sostener el tipo de cambio en un nivel que las autoridades consideren las adecuadas. Aquí se presenta el problema de cuán difícil es distinguir cuando la intervención tiene como propósito una u otra cosa. Algunos criterios podrían ayudar a dilucidar este tema. En principio, si la intervención es para moderar fluctuaciones “violentas” de corto plazo, no relacionadas con los “fundamentales” de la economía (como por ejemplo, compras puntuales

26 Lizano elabora este tema con mayor detalle (pp. 6-9).

por montos elevados por empresas grandes, como serían los monopolios estatales, por ejemplo, la empresa importadora de hidrocarburos), podría suponerse que tales fluctuaciones implicarían a veces presiones de la demanda y a veces presiones de la oferta. En tal caso, debería esperarse que la intervención del BC supla transitoriamente dólares al mercado que luego los repondrá, sin efecto permanente sobre el nivel de las RMI. En consecuencia, si la intervención implica venta neta de divisas por el BC un mes sí y otro también, con pérdida de reservas internacionales por montos sustanciales, podría concluirse estar frente a intervenciones que cambian la tendencia de mediano y largo plazo del tipo de cambio. Esto último no debería ser el objetivo de una intervención, en un sistema cambiario de flotación.

iv Otro tema alrededor de la flotación administrada es la magnitud y frecuencia de las intervenciones. Cuando con frecuencia estas son por montos considerables y/o son muy seguidas (todos los días, por ejemplo) se debe entender que hay más administración que flotación. Esto implica simultáneamente que no debe considerarse como una situación permanente y debe tratar de modificarse con prontitud. De lo contrario, se pone en entredicho la independencia de la política monetaria para controlar la inflación, porque tiene que estar permanentemente emitiendo liquidez o absorbiéndola para enfrentar determinados resultados del mercado cambiario.

2. Cuando se trata del tipo de cambio real el Banco Central debe prestar especial atención a la evolución de esta variable macroeconómica. No hacerlo acarrearía riesgos muy significativos. De hecho, se le dificultaría alcanzar sus objetivos de la estabilidad de precios y de la estabilidad del sistema financiero. Ello por cuanto, apreciaciones “considerables” del colón disminuyen la competitividad del país, si no son compensadas por aumentos de la productividad o la mejoría de los términos de intercambio. De no ser así, se pone en aprietos a los exportadores y a los productores que abastecen el mercado local al disminuir el costo en colones, de los bienes importados. A ambos se le dificultaría cumplir con sus obligaciones bancarias. De esta manera, el problema se transfiere al sistema bancario con el consiguiente peligro de contagiar al sector financiero.

De otra parte, las depreciaciones “apreciables”, por su lado, también plantean serios problemas a los deudores bancarios. A los privados al no poder atender sus créditos bancarios en colones o en dólares. A los públicos, sobre todo al Gobierno, debido al aumento del costo de atender (amortización e intereses) su deuda externa. Además, el aumento en el precio de los bienes y servicios importados genera presiones inflacionarias lo cual dificulta al Banco Central

alcanzar su meta de inflación. Ante estos peligros, es muy necesario que el Banco Central aclare y comunique cuáles instrumentos ha decidido utilizar para evitarlos.

Las posibilidades son bien conocidas:

- control de la liquidez (tasa de interés de política monetaria, encajes, emisión de certificados y bonos, uso de RMI);
- control del crédito en coordinación con el CONASSIF (endeudamiento de los intermediarios financieros y del público en general, especialmente, a aquellos deudores que no son generadores de dólares)²⁷ ;
- control de los movimientos de capitales “golondrina”.

Lo importante, una vez más, para prevenir las crisis macroeconómicas, es el grado de conocimiento y de confianza de los agentes económicos y el público en general en el comportamiento del Banco Central.

En todo caso, es indispensable referirse a los tres puntos siguientes²⁸:

- i. Si el BC propicia una estabilidad “excesiva” del tipo de cambio nominal se estaría disparando a sus propios pies. En efecto, la acumulación de riesgos cambiarios, consecuencia de dicha política, representa un serio obstáculo para alcanzar la estabilidad de precios (meta de inflación) y la del sistema financiero.²⁹
- ii. Mencionar un tipo de cambio nominal de “equilibrio” tiene poco significado cuando existen agentes económicos cuyas operaciones en el mercado cambiario, dada su magnitud, pueden incidir en la oferta o en la demanda global de divisas. En estas circunstancias, el concepto del tipo de cambio nominal de “equilibrio” es espúreo.
- iii. La dificultad en cuanto al tipo de cambio real de equilibrio reside esencialmente, en la decisión acerca de cuáles han de ser variables económicas que deben tomarse en cuenta para determinar los llamados “fundamentales”, así como la importancia relativa de cada una de ellas.

27 Al respecto puede consultarse el Reglamento 1-05 de la SUGEF para la calificación de deudores de octubre, 2016.

28 Una explicación más amplia de estos tres puntos puede consultarse en Lizano, pp. 6-10.

29 Taleb (p. 78) indica al respecto “... stability and the absence of crises encourage risk taking, complacency, and lowered awareness of the possibility of problems.”

e) Las reservas monetarias internacionales

Tradicionalmente, el Banco Central ha utilizado sus RMI con dos propósitos. En primer lugar, para el giro de sus transacciones cotidianas de compra y venta de divisas. Se trata de la función de “caja”. En segundo lugar, desempeñan un papel disuasivo. Se trata de dar confianza al público ante acontecimientos imprevistos. Se plantean, sin embargo, dos posibles funciones adicionales para las RMI:

- i. Realizar operaciones de “prestamista de última instancia”. Esta función tiene poca trascendencia, en el tanto exista la libre convertibilidad de colones a dólares. De hecho, si el intermediario financiero recibe un préstamo del Banco Central en colones lo puede cambiar en dólares sin dificultad.
- ii. Utilizar las RMI como instrumento para “estabilizar” el tipo de cambio nominal. Debe reconocerse que esta función ya el Banco Central la lleva a cabo *de facto*. En efecto, al adoptar la flotación cambiaria “administrada” sus intervenciones en el mercado cambiario los realiza con sus RMI ya sea aumentándolas o disminuyéndolas.

El Banco Central debe aclarar y comunicar varios puntos importantes sobre este último tema.

- i. Determinar del total de las RMI cuál es el monto del cual el Banco Central realmente puede disponer. Esto por cuanto ciertas partidas deberían excluirse tales, como por ejemplo, los depósitos en dólares del gobierno en el Banco Central y los encajes en moneda extranjera que representan un pasivo para el Banco Central y un activo para los intermediarios financieros.
- ii. Aclarar al público, en el Programa Monetario de cada año, el monto de RMI autorizado por la junta directiva para efectuar operaciones relacionadas con la “estabilización” del tipo de cambio nominal.
- iii. Suministrar información sobre el monto de las líneas del crédito contingente de uso cuasi automático, negociado con instituciones financieras como el FLAR y el FMI.
- iv. Determinar el monto de RMI destinado a satisfacer las necesidades del Sector Público no bancario en lugar de llevar esta demanda al mercado cambiario.
- v. Aclarar si, además del “blindaje” del Banco Central, existe un “blindaje país”. Es decir si se ha dispuesto que un cierto porcentaje de las reservas de las compañías de seguro, los fondos de inversión, la cartera de los fondos de pensiones y del capital y reservas de los bancos comerciales debe mantenerse en divisas. Una parte significativa de esas divisas debe ser de disponibilidad prácticamente inmediata. Y si además la constitución de este “blindaje país” incluye

acuerdos con el Banco Central para otorgarle acceso a una proporción de esas divisas cuando se presenten circunstancias extraordinarias.

vi. Hay una variación de estos criterios la cual debe evitarse: la tentación de que las reservas de terceros no las administren ellos sino se trasladen al BC para engrosar el dato oficial de reservas monetarias internacionales. Si el BC actuara de manera equivocada, tratando de mantener un determinado tipo de cambio a costa de perder RMI propiedad de terceros. Esto constituye un nivel adicional de blindaje, entendido como la posibilidad de tener acceso a recursos en el exterior.

f) El endeudamiento externo

- Como se indicó previamente en la primera parte (2 D) el exceso de endeudamiento externo ha sido, en no pocos casos, el origen de crisis macroeconómicas. Por ello, el Banco Central ha de prestar especial atención a la evolución de la deuda externa, tanto su monto como sus condiciones. Varias decisiones son importantes. ¿Debe someterse a la aprobación de la Asamblea Legislativa, previa consulta al Banco Central, el endeudamiento externo del gobierno, de las instituciones públicas y de las empresas estatales? ¿Debe decidirse si la aprobación requiere mayoría calificada o no? Además, para lograr suficiente flexibilidad sería deseable que la aprobación legislativa sea por un periodo plurianual por ejemplo, de cinco años.
- El CONASSIF y las superintendencias deben vigilar muy de cerca el endeudamiento externo (monto y condiciones) de los intermediarios financieros privados y públicos y tomar, cuando fuera del caso, las medidas requeridas, por ejemplo, el aumento de las estimaciones, dadas determinadas circunstancias.
- Además, el Banco Central debe establecer los procedimientos apropiados para publicar la evolución, en el corto plazo (¿trimestralmente?), del endeudamiento externo no bancario del sector privado.³⁰

g) La apertura de la cuenta de capitales

Uno de los logros más significativos de la política del Banco Central ha sido la apertura de la cuenta de capitales. De hecho, el país ha mantenido esta medida por más de dos décadas a partir de su adopción a principios de la década de los años noventa del siglo pasado.

Dos ventajas principales se señalan a la apertura de capitales. De una parte, la mayor competencia entre los intermediarios financieros del país y los internacionales

30 Un acuerdo con el BIS permitiría al BC recabar información sobre el endeudamiento bancario del sector privado, pero no sobre el endeudamiento de otras fuentes externas.

favorece a los acreedores locales (diversificación de su cartera de activos), así como a los deudores (diversificación de su cartera de pasivos). De otra parte representa, sin duda, un incentivo significativo para atraer la inversión extranjera directa.

A pesar de ello, es necesario reconocer también la mayor vulnerabilidad a que está expuesto el país. Este riesgo ha aumentado considerablemente por cuanto en los últimos años los movimientos internacionales de capitales especulativos –los capitales “golondrina”– han aumentado de manera notoria. Estos capitales, dado su volumen y la rapidez con que entran y salen del país, han sido la causa de serias perturbaciones en no pocos países. Se han originado, como consecuencia, crisis macroeconómicas importantes. Tanto es así que el tema de los controles de capitales, tabú hasta hace poco tiempo, se reconoce hoy como uno de los instrumentos de los cuales el banco central debe disponer. Sin embargo, el uso de este instrumento ha de circunscribirse solo a casos especiales. La prudencia debe imperar en vista de que:

- i. La medida no es tan efectiva como se creía debido a las dificultades técnicas y administrativas de su aplicación; además los agentes económicos no encuentran muchas dificultades para incumplir las regulaciones.
- ii. El objetivo de la medida –defender al país de los capitales “golondrina”– se ha desnaturalizado. El control de capitales se ha convertido, más bien, en un instrumento para el control general de los movimientos de capital. Esto, a la vez, tiene un efecto negativo en el ingreso de las inversiones extranjeras directas (IED) tan necesarias para el desarrollo económico del país.

h) Prestamista de última instancia

Prácticamente desde siempre el Banco Central ha desempeñado un papel muy importante para solventar problemas de liquidez a bancos que se encuentran en dificultades. Esta es la función de “prestamista de última instancia”. Se recurre a solicitar crédito al Banco Central cuando se presentan problemas de liquidez de naturaleza transitoria (no cuando hay dificultades de solvencia de carácter estructural y permanentes los cuales no deben resolverse simplemente con financiamiento) y cuando no existe acceso a otras fuentes de fondos en el mercado financiero. La función del Banco Central desempeña un papel preventivo de mucha importancia. Ayudar a un banco a resolver su problema evita la posibilidad de contagiar al sistema bancario.

El Banco Central deberá tomar una serie de medidas de manera anticipada a fin de estar debidamente preparado para cumplir esta función a cabalidad, situación que hoy no es así. Los bancos deben conocer las reglas del juego y actuar de acuerdo con ellas.

Varios temas deben ser resueltos previamente por el Banco Central:

- ¿Cuáles bancos pueden tener acceso a la ayuda del Banco Central? ¿Sólo los bancos comerciales? ¿Otros intermediarios financieros como por ejemplo, los bancos de inversión, las cooperativas de ahorro y préstamo, también?
- ¿Cuál metodología se aplica para determinar si el problema del banco es uno de liquidez o de solvencia? ¿Qué hacer cuando un banco presenta ambos problemas?
- ¿Cómo actuar cuando en realidad el problema no es del banco de un grupo financiero sino de otro de los intermediarios del grupo?
- ¿Cuáles son las garantías exigidas por el Banco Central para proceder a ayudar a un banco determinado? Estas garantías ¿deben ser endosadas a favor del Banco Central?
- ¿Qué medidas deben tomarse en el campo operativo para que la función de prestamista de última instancia pueda llevarse a cabo sin contratiempos y con la oportunidad requerida para cumplir su propósito?³¹

Los procedimientos han de ser expeditos. Desde la aprobación de la operación por los comités respectivos y la junta directiva del Banco Central, hasta la coordinación de horarios de trabajo del BC y los de los bancos que se desea ayudar. Ante la perspectiva de una “corrida” de depósitos las horas cuentan.

3. La regulación y la supervisión del sistema financiero

Desde el punto de vista de la regulación y supervisión (R+S) del sistema financiero ¿Cómo prepararse para evitar las crisis macroeconómicas?

Dos preguntas previas deben contestarse:

Primera, ¿hasta dónde es realmente necesaria la R+S de los intermediarios financieros? Es decir ¿hasta dónde la auto regulación no es suficiente? La respuesta es evidente: la R+S es imprescindible. El comportamiento impropio de intermediarios financieros de renombre internacional ha sido causa principal de crisis macroeconómicas. Basta examinar el desarrollo de la última gran crisis de 2008, para comprender por qué no es posible cifrar las esperanzas en la auto regulación de los intermediarios financieros para evitar las crisis. Los daños ocasionados por el mal comportamiento y la acción desacertada de los

31 Concretamente, si el plazo de vencimiento de la garantías han de ser mayores a un año que sean sólo reales y en colones. Lo anterior determina el porcentaje de la cartera del banco en dificultades sujeta a redescuento.

intermediarios financieros pueden ser, literalmente, enormes. En efecto, no se circunscriben solo a las pérdidas de sus accionistas (acciones comunes y acciones preferidas) sino también a las de sus acreedores (cuentas corrientes, cuentas de ahorro, títulos valores). En realidad, el alcance de los perjuicios es mucho mayor debido al efecto contagio, el cual pone en peligro la estabilidad de todo el sistema financiero y, por ende, a la economía nacional y aun a la internacional. Por eso hoy la respuesta a la pregunta planteada es sin duda unánime: la R+S es imprescindible.

Segunda. El tema, por lo tanto, no es si se lleva a cabo la R+S o no. La pregunta se refiere a ¿cuál es la naturaleza y el alcance de la R+S? La respuesta adecuada a esta pregunta es mucho más difícil de dar. De hecho, si bien el objetivo de la R+S consiste en mantener y salvaguardar la estabilidad del sistema financiero este no es su único objetivo. En efecto, la R+S tiene un segundo propósito cual es el de propiciar el desarrollo del sistema bancario. Y, en la práctica, ambos objetivos pueden contraponerse. Así, si la R+S resulta “insuficiente” bien puede ocasionar la inestabilidad del sector financiero al no impedir la acumulación de riesgos, sobre todo los de naturaleza sistémica. Y si la R+S es “excesiva” puede obstaculizar el crecimiento del sistema financiero al disminuir la rentabilidad de los intermediarios financieros, consecuencia del aumento de los costos (administrativos y financieros) ocasionados por la misma R+S. ¿Cómo evitar ambos males y más bien alcanzar ambos objetivos (estabilidad y crecimiento)? Este es el desafío de quienes tienen la responsabilidad de llevar a cabo las labores de la regulación y supervisión del sistema financiero.

Dicho lo anterior, cabe ahora plantear los principales temas que la R+S debe abordar para evitar las crisis macroeconómicas.

a) El marco jurídico

El proceso continuo de R+S requiere adecuar la legislación de acuerdo con la evolución de la economía nacional e internacional, el desarrollo de las tecnologías de aplicación en el sistema financiero y a los nuevos servicios ofrecidos al público. La agilidad de los procedimientos legislativos para lograr la adecuación del marco jurídico del sistema financiero es, a no dudarlo, indispensable para prevenir las crisis macroeconómicas. En efecto, la decisión en cuanto a los objetivos y los instrumentos de la R+S es indispensable; así como la claridad acerca de la división de funciones y responsabilidades entre las entidades a cargo de R+S.

Más aún, es necesario anticipar las posibles reacciones de los regulados a fin de evitar el desgaste que produce la *dialéctica regulatoria*, esto es, una situación en la cual los rezagos en la esfera del regulador generan incentivos para que los regulados adopten nuevos instrumentos y formas de minimizar el costo de la regulación mientras los alcanza la nueva regulación.³²

32 Véase al respecto Kane.

b) El ordenamiento institucional

Prevenir las crisis macroeconómicas exige la participación simultánea de varias instituciones, concretamente el BC, el CONASSIF y el MH. Para cumplir a cabalidad su tarea el CONASSIF debe tener la capacidad para actuar de manera oportuna y eficaz. Tres puntos requieren especial atención:

- i. La participación del CONASSIF en la Comisión de Estabilidad Financiera, conjuntamente con el BC y el MH es indispensable. En su seno se formulan los lineamientos básicos de la política sobre el sistema financiero nacional. Para participar de manera activa y constructiva en esa Comisión el CONASSIF requiere fortalecer su capacidad técnica. Se trata de poder ver el bosque en su conjunto y las interrelaciones de sus diversos sectores.
- ii. El CONASSIF y el BC deben coordinar estrechamente sus acciones a fin de lograr la coherencia y consistencia de la política monetaria (estabilidad de precios) y la política macroprudencial (estabilidad financiera). Ambas entidades deben capacitarse técnicamente. De no hacerlo la coordinación difícilmente puede llevarse a cabo. Esta situación acarrearía problemas significativos tanto al Banco Central como al CONASSIF.
- iii. Las cuatro superintendencias (banca, seguros, valores y pensiones) del CONASSIF, cada una de ellas, tiene un conocimiento especializado pero limitado de solo una parte del bosque. Sin embargo, ninguna de ellas tiene, ni tiene porque tenerlo, una visión detallada sobre las interrelaciones existentes entre ellas. El CONASSIF debe entonces desarrollar la capacidad para coordinar la acción de las cuatro superintendencias. Solo así es posible formular una política macroprudencial coherente y consistente con la política monetaria del Banco Central.

Los tres puntos anteriores ponen de relieve el esfuerzo tan significativo que debe hacer el CONASSIF para fortalecer su organización institucional y aumentar su capacidad técnica.

c) Las áreas prioritarias

La ejecución de las medidas micro y macro prudenciales tomadas con el propósito de evitar las crisis macroeconómicas están en manos de los intermediarios financieros en buena medida. Sobre ellos recae la responsabilidad cotidiana de actuar ceñidos a las decisiones adoptadas por los entes públicos encargados de la regulación y la estabilidad del sistema financiero.

Ahora bien, las áreas prioritarias sobre las cuales deben tomarse esas medidas son varias. A continuación se mencionan las principales.

1. Acerca del ámbito de la R+S.

Varios puntos deben señalarse

- i. Definir y determinar el “perímetro” de la acción de la R+S es una tarea importante. Es decir ¿cuáles intermediarios financieros son regulados y supervisados por CONASSIF y el BC y cuáles no? Así, por ejemplo, el régimen de pensiones (IVM) de la CCSS está fuera del ámbito del CONASSIF/SUPEN; las cooperativas de ahorro y crédito, hasta hace poco tiempo, estaban fuera del ámbito del CONASSIF/SUGEF y aun hoy el Banco Popular y de Desarrollo Comunal goza de un régimen especial. Ahora bien, dada la interconexión entre los mercados financieros así como entre los intermediarios financieros, las crisis puede originarse prácticamente en cualquier parte del sistema financiero. De ahí, la necesidad de definir ¿cuáles intermediarios financieros están dentro del “perímetro” del CONASSIF y el BC y cuáles no? Incluido el llamado “*shadow banking*”. Actividades crediticias y financieras llevadas a cabo fuera del alcance de las entidades de R+S nacionales.
- ii. Consolidar las operaciones y la información sobre los grupos financieros es un requisito importante. En efecto, es necesario impedir a los grupos financieros acumular riesgos de acuerdo con el arbitraje regulatorio. Es decir, concentrar sus riesgos en los intermediarios financieros del grupo ahí en donde la R+S es menos exigente. Este comportamiento impide determinar con claridad en donde se encuentran los puntos débiles del grupo. Y, a la vez, dificulta tomar a tiempo las medidas microprudenciales del caso.
- iii. Decidir el alcance de la R+S “diferenciada”. Con no poca frecuencia, se encuentran casos para los cuales la R+S es diferente cuando se trata de determinados intermediarios financieros. Valga mencionar, por ejemplo, las micro y pequeñas empresas, bancos especializados en exportaciones, inversiones o vivienda; intermediarios financieros que sin embargo, pueden representar un riesgo considerable para el sistema financiero (*too big to fail*). Cuando se considera necesario establecer R+S diferenciadas, entonces debe ejercerse extrema precaución para evitar la acumulación de riesgos debajo de la alfombra que pueden aflorar en el momento menos esperado.
- iv. Reconocer que la operación de intermediarios financieros costarricenses en el extranjero, así como la presencia de intermediarios financieros de otros países en Costa Rica plantean problemas de difícil solución desde el punto de vista de la R+S. Es necesario concretar acuerdos con

las instituciones a cargo de las funciones de R+S en otros países. Ello presenta múltiples obstáculos de carácter legal e institucional. Llegar a establecer estos acuerdos no es una tarea sencilla. Empero, el esfuerzo debe redoblar. En efecto, sería una calamidad que pudiera originarse una crisis macroeconómica debido a problemas de intermediarios financieros costarricenses, que operan en otros países o bien por dificultades de intermediarios financieros extranjeros en Costa Rica, causados por la situación de su casa matriz.

- v. Modificar la legislación bancaria concerniente a la resolución bancaria. Esto por cuanto hoy la única forma contemplada en la ley es la liquidación completa de un banco. El mecanismo toma varios años y es sumamente engorroso. Debe establecerse un procedimiento ágil para resolver la situación en un periodo corto. Se trata de proteger los intereses de los clientes y evitar un posible contagio. El nuevo procedimiento debe completar varias posibilidades y no solo la liquidación del banco, tales como la venta parcial, la función con otro banco, así como el mecanismo conocido como “banco bueno/banco malo”.

2. Acerca de los riesgos.

La administración de los riesgos representa con mucho el principal quebradero de cabeza de los entes encargados de la R+S del sistema financiero.

- Al respecto se trata de:
 - identificar los riesgos micro y macro;
 - evaluar su importancia;
 - estimar la probabilidad de ocurrencia del riesgo;
 - impedir su acumulación (decidir cuándo intervenir);
 - analizar el impacto del riesgo; y
 - determinar cuáles instrumentos utilizar (diferentes tipos de riesgo requieren de instrumentos distintos);
- Los riesgos, por su parte, son de diferente naturaleza³³:
 - riesgos “micro” relacionados con un intermediario financiero específico;
 - riesgos “macro” referentes al sistema financiero como un todo;
 - riesgos “cíclicos” relacionados con la parte ascendente o descendente del ciclo de la economía (por ejemplo, las reservas “anti cíclicas”);

33 Tomado de FMI, pp. 8 y 9.

- riesgos “estructurales” ocasionados por falencias internas de los intermediarios financieros (capitalización insuficiente, gobernanza deficiente);³⁴
- riesgos “sectoriales” cuando ciertos fenómenos naturales afectan con fuerza a un determinado sector de la economía (sismos, calamidades climáticas, plagas en productos agrícolas) concentrados en determinadas zonas geográficas del país; y
- riesgos debidos a información falseada, de mala calidad o con diferentes juegos de estados financieros.

Los riesgos se acumulan con mucha frecuencia de manera casi imperceptible y surgen de improviso en el momento menos pensado. El contagio se ramifica y afecta a los diferentes intermediarios financieros con lo cual sus efectos se amplifican y sus consecuencias se magnifican. Y así se pone en peligro la estabilidad del sistema financiero.

¿Qué hacer? ¿Cómo proceder? La acción de R+S se debate entre dos aguas. De una parte, reconocer que los riesgos son inherentes a la actividad financiera. Siempre están y estarán presentes. Es más, el progreso del sistema financiero ocasiona nuevos riesgos. De otra parte, el no actuar oportunamente para prevenir y contrarrestar los riesgos, tanto “micro” como “macro”, ha sido la causa reiterada de no pocas crisis macroeconómicas. Por ello, prevenir la acumulación de riesgos ha de ser tarea prioritaria y permanente de la R+S. De ahí la importancia de programas tales como:

- las pruebas de resistencia (*stress test*);
- el sistema de alerta temprana ³⁵;
- las reservas anticíclicas;
- la calidad y el monto de capital (patrimonio) de los intermediarios financieros;³⁶ y
- las reglas expeditas para intervenir (“resolution”) intermediarios financieros.

34 Con frecuencia, los riesgos macro, cíclicos y estructurales se agrupan en el concepto de riesgo sistémico.

35 Julia Giese et al. Se da especial importancia al comportamiento de la relación entre el crecimiento del crédito y el crecimiento del PIB y asimismo, a la evolución del precio de ciertos activos (“burbujas”), en especial a la del precio de la vivienda.

36 Se trata, de hecho, de asegurar la capitalización forzosa de los intermediarios financieros. Esto se lograría, por ejemplo, mediante la conversión obligatoria de las acciones preferidas en acciones comunes de los intermediarios, cuando se presenten determinadas circunstancias o bien gracias a alguna de las variantes relacionadas con lo que Hanson et al, (p. 11) denominan “contingent capital” (“reverse convertibles”, “contingent convertibles”, “capital insurance”).

3. Acerca de los objetivos y de los instrumentos.

Los problemas de la coordinación entre los objetivos y los instrumentos es una tarea compleja. Estos se dan en dos ámbitos. Primero, en el de la estabilidad financiera, es decir entre los objetivos y los instrumentos de la política microprudencial y la macroprudencial. Segundo, entre estos y los de la política monetaria, es decir la estabilidad de precios.³⁷

Sobre este tema varios puntos deben señalarse:

- i. En cuanto a los objetivos el ideal consiste en lograr una interrelación positiva entre la estabilidad de precios, la financiera y la fiscal. En este caso, alcanzar uno de los objetivos facilita alcanzar los demás. Es decir, objetivos e instrumentos se complementan entre sí. En otras circunstancias, sucede lo contrario: el no lograr un objetivo dificulta la consecución de los demás.

Además, en determinadas situaciones, claro está, es necesario poner un mayor énfasis en uno de los objetivos y menos en otros. Se presentan así encrucijadas (*trade-off*) que requieren decisiones difíciles, pero inevitables.

- ii. En relación con el uso de los diferentes instrumentos el propósito consiste en asegurar la coherencia y consistencia. Es decir, lograr que el efecto de los instrumentos se refuercen entre ellos. Es más, algunos instrumentos pueden ser útiles para alcanzar varios objetivos a la vez. Debe tenerse presente empero, la posibilidad de que el uso de un determinado instrumento facilite alcanzar un objetivo, pero, a la vez, represente un obstáculo para lograr otro.

En general, la primera trinchera de la política macroprudencial consiste en una política microprudencial acertada. En efecto, el funcionamiento adecuado de los intermediarios financieros, de cada uno de ellos, representa un antídoto poderoso para enfrentar los riesgos sistémicos del sector financiero. Sin embargo, se debe reconocer que una medida microprudencial necesaria para el buen funcionamiento de un determinado intermediario financiero, por ejemplo, su capitalización, bien puede resultar inconveniente desde el punto de vista macroprudencial, de aplicarse al sistema financiero como un todo. El IMF (p.9) denomina esta posibilidad como una “falacia de composición”: lo que es bueno para un ganso no lo es para el conjunto de gansos.³⁸

37 No puede dejarse de lado también la coordinación con los objetivos e instrumentos de la política fiscal.

38 Término originalmente acuñado por Samuelson para señalar el error de suponer que lo que es cierto para una parte de un sistema lo es también para totalidad del mismo.

El tema de la relación entre los objetivos y los instrumentos es de vieja data (Tinbergen). En última instancia, los encargados de mantener la estabilidad financiera y la estabilidad macroeconómica, deben decidir si asignan un instrumento determinado para la consecución de cada objetivo (dos objetivos, dos instrumentos; tres objetivos, tres instrumentos) o sí se inclinan por adoptar una política “integral”: utilizar un conjunto de instrumentos para alcanzar varios objetivos.

4. Acerca de la información

El éxito de la política preventiva de R+S depende, en buena medida, de la información disponible sobre cada uno de los intermediarios financieros así como del entorno, concretamente de los riesgos sistémicos del sector financiero. De hecho, se requiere una copiosa información para poder:

- diagnosticar los riesgos y seguir su evolución;
- decidir cuáles instrumentos utilizar;
- tomar la decisión de cuándo utilizarlos; y
- evaluar el resultado de las medidas tomadas.

Ahora bien, la información adecuada es una condición necesaria pero insuficiente para llevar a buen puerto la política de R+S. Y no es suficiente por cuanto su utilidad realmente depende de la capacidad de interpretarla correctamente. Esto se relaciona, en última instancia, del conocimiento y de la experiencia del personal a cargo de tomar las decisiones.

Para prevenir las crisis macroeconómicas, la recopilación de la información exige un esfuerzo permanente y sistemático de parte del CONASSIF y del BC. Sin embargo, debe reconocerse que generar la información requerida obliga a los intermediarios financieros a incurrir en costos, con frecuencia significativos. Este tema, dada su importancia, se analiza con cierto detalle en la siguiente sección.

d) Los límites de la R+S

Como se ha indicado, la R+S tiene dos propósitos específicos:

- Prevenir las crisis macroeconómicas.
- Promover el crecimiento del sistema financiero.

En ambos casos, se trata de salvaguardar los intereses del público, de los clientes y de los accionistas.

De ahí que el mejor resultado de la política de R+S se logra si se evitan las crisis macroeconómicas y se promueve el crecimiento del sistema financiero. Para ello, la R+S debe respetar ciertos límites, a saber:

- No obstaculizar la “entrada” de nuevos intermediarios al sistema financiero, mediante barreras legales o institucionales. Esto con el doble propósito de propiciar la competencia en los diferentes mercados financieros y el proceso de innovación en este sector de la economía nacional.
- Ejercer control sobre los costos que la R+S representan para los intermediarios financieros.

En efecto, la R+S ocasiona costos administrativos (elaboración de información) adicionales así como el aumento de los costos financieros (nivel del capital y reservas).³⁹ Ello incide en la rentabilidad de los intermediarios financieros. Y cuanto más amplio sea el ámbito de la acción de la R+S mayor el efecto sobre la rentabilidad. Si el costo de la R+S llega a ser excesivo y la disminución de la rentabilidad no es compensada por el menor riesgo, consecuencia de la R+S, entonces se corre el albur de que los accionistas de los intermediarios financieros transfieran sus recursos (capital, personal, tiempo) a otros sectores de la economía nacional. Se impide así el crecimiento y la expansión del sistema financiero, lo cual a la vez perjudica el desarrollo económico del país.

e) La gobernanza de los intermediarios financieros

Las medidas micro y macroprudenciales para prever las crisis han de ser tomadas de manera adecuada y oportuna. Pero aun cuando esto sea así no es suficiente para alcanzar el objetivo deseado. El éxito de la política depende, en un alto grado, de la capacidad y de la voluntad de los intermediarios financieros de aplicar y ejecutar las medidas tomadas por el CONASSIF y el BC.

Por ello la tarea del CONASSIF y del BC de supervisar la organización y la calidad de los recursos humanos de los intermediarios financieros es de la máxima importancia. Especial mención requiere lo concerniente a los miembros de las juntas directivas. Ellos deben:

- estar plenamente conscientes de las responsabilidades personales que asumen al desempeñar sus funciones;
- tener conocimientos suficientes sobre las materias financieras y de los riesgos respecto a las cuales habrán de dictar políticas y directrices. Esto es

³⁹ Además, se exige a los intermediarios financieros sufragar una parte del costo de operación del CONASSIF y de las superintendencias.

particularmente importante para bancos públicos, donde existe el riesgo de designar los miembros de sus juntas directivas por favores políticos;

- capacitarse para comprender a cabalidad las tareas a cargo del CONASSIF y del BC;
- asegurarse que la acción de la alta gerencia de la institución corresponde a los intereses de los accionistas y a las decisiones de la junta directiva, es decir minimizar los conflictos agente-principal;
- analizar la evolución de la institución a la luz de su plan operativo anual y de mediano plazo; y
- acatar las disposiciones formuladas, periódicamente, por el CONASSIF y el BC.

Por ello, el CONASSIF debe desarrollar un programa permanente de actividades para los miembros de las juntas directivas y de las auditorías de los intermediarios financieros (reuniones de trabajo, seminarios, charlas, etc.) Ello con el objetivo de evaluar cuán adecuada es la gobernanza de cada intermediario financiero. Exigir la corrección de las deficiencias es indispensable para evitar las crisis macroeconómicas.

Tercera parte

REFLEXIONES FINALES

1. Hacer frente al reto de prevenir las crisis macroeconómicas de origen interno representa una tarea principal del BC, el CONASSIF y el Ministerio de Hacienda. Esta labor es de carácter permanente. La próxima crisis siempre está a la vuelta de la esquina. Por eso no puede bajarse la guardia. Se trata de prevenir y no de esperar, para luego buscar la cura.
2. En este trabajo se ha abordado sólo el tema de las causas internas de las crisis macroeconómicas. Otros puntos han quedado en el tintero. El primero de ellos se refiere a las causas externas de las crisis macroeconómicas, ocasionadas por ejemplo, por los movimientos de capitales “golondrina”, variaciones de los términos de intercambio y la inflación “importada”. Estas pueden llegar a representar, en ciertas circunstancias, un desafío aun mayor que las posibles crisis de origen interno. El segundo tema dejado por fuera se refiere a posibles causas internas originadas en convulsiones y perturbaciones de origen político y social. Y el tercero se relaciona con las consecuencias políticas, sociales y económicas de las crisis macroeconómicas de origen interno. Estos tres temas tienen una relevancia innegable para la vida nacional. Por ello no deben dejarse de lado sino tenerlos siempre presentes.
3. Las relaciones entre el BC, el CONASSIF y el Ministerio de Hacienda deben fortalecerse. Es necesario desarrollar y practicar una nueva cultura: estas instituciones deben llegar a la conclusión de que por el bien del país estrechar sus relaciones es indispensable. Es una situación “ganar - ganar”. La nueva cultura se refiere no solo al comportamiento de los jefes, sino también al del personal de nivel intermedio. Las relaciones deben abarcar los temas concernientes con el intercambio de información, el diálogo permanente, así como la colaboración y la cooperación cotidianas, y sobre todo en cuanto a la coordinación a la hora de actuar, es decir cuando se aprueban, se ejecutan y se evalúan las medidas micro y macroprudenciales. Se requiere estrechar las relaciones formales, las de carácter informal también revisten especial importancia. Así, además de los fríos mensajes de texto es indispensable el teléfono para oír la entonación de la voz y el tomar café para verse la mirada. Solo así podrán crearse canales de comunicación confiables para solventar los problemas y sobreponerse a los obstáculos que inevitablemente se presentan a lo largo del camino.
4. Las mayores responsabilidades han recaído en los hombros del Banco Central (la estabilidad financiera y de precios, la brecha del PIB, la política cambiaria). Por ello

hoy el Banco Central tiene más objetivos y, a la vez, más instrumentos.⁴⁰ De ahí se sigue su mayor poder en la sociedad. Ahora bien, este mayor poder debe compensarse con un mayor control (*accountability*) de la institución. El debido equilibrio entre más poder y más control es difícil de alcanzar, pero es indispensable tratar permanentemente de lograrlo.

5. Los nuevos objetivos del BC y del CONASSIF, así como el uso más frecuente de instrumentos, tales como la persuasión moral y el *forward guidance* abren nuevas posibilidades de acción, pero a la vez dificulta el escenario. En efecto, en algunos casos unos instrumentos apoyan a otros para alcanzar un determinado objetivo. Pero no siempre sucede así. Es más aumentan las posibilidades de incoherencias y de contradicciones en la consecución de los objetivos y en el uso de los instrumentos. En pocas palabras, la posibilidad de incurrir en errores se multiplica. Tal, por ejemplo, el caso bien conocido de la llamada “trinidad imposible”.⁴¹
6. Prevenir la crisis consiste, evidentemente, en tomar las medidas antes de que ella ocurra. Esto significa ni más ni menos poner el pie en el freno y retirar la coctelera en plena fiesta, cuando todo parece marchar bien. Sin embargo, debe recordarse que los riesgos se acumulan, en gran parte, de manera imperceptible para los agentes económicos y el gran público. La acción preventiva del BC y del CONASSIF no deja de causar sorpresa ya que debe tomarse “contra el viento” (*lean against the wind*). Su comportamiento a veces es difícil de comprender. No es, pues, de extrañar que surjan críticas y voces disonantes, contrarias a la adopción de las medidas preventivas. Las presiones de los grupos de interés no se hacen esperar. Sin embargo, esta es la manera correcta de prevenir la crisis, en vez de curar más tarde sus efectos. De hecho, debe impedirse la acumulación de riesgos interconectados unos con otros. Solo así puede evitarse crear las condiciones propicias de la “tormenta perfecta”.
7. Para evitar las crisis macroeconómicas existen algunas lagunas importantes en el ordenamiento legal vigente. Ellas deben llenarse cuanto antes. A saber:
 - i. Disposiciones para poder llegar a consolidar los estados financieros con cada uno de los grupos financieros.

40 Sobre este tema Eichengreen et al. (p. III) indican que “Central Banks are more likely to safeguard their independence and credibility by acknowledging and explicitly addressing the tension between inflation targeting and competing objectives than by denying such linkages and proceeding with business as usual”. En sentido contrario puede consultarse a Orphanides quien llama la atención sobre los inconvenientes de multiplicar los objetivos de la política monetaria y, por ende, del Banco Central.

41 Imposibilidad en que se encuentra un Banco Central para lograr, simultáneamente, los tres objetivos siguientes: mantener un tipo de cambio fijo, establecer la apertura de cuenta de capitales y ejercer una política monetaria independiente.

- ii. Establecer un sistema de garantía de depósitos para las cuentas corrientes y cuentas de ahorro de los clientes “pequeños” de los bancos privados y de otros intermediarios no bancarios importantes como cooperativas de ahorro y crédito. Se trata de proteger a un grupo importante de usuarios de servicios financieros. Además, se reduce el riesgo de los bancos de enfrentar posibles “corridas”. Por ello los bancos y los otros intermediarios beneficiados deben sufragar parte del costo de esta garantía ya que, a menor riesgo, menor rentabilidad.
 - iii. Ampliar las opciones de los interventores para ejecutar su mandato. La legislación vigente es muy limitante. En efecto, permite tan solo sacar a flote al intermediario financiero intervenido o bien cerrarlo. Deben autorizarse otras opciones entre ellas las fusiones y la venta total o parcial del intermediario.⁴²
 - iv. En relación con la R+S es importante definir de una parte, ¿cuál es el perímetro de su acción? y, de otra, ¿cuál es el alcance de R+S “diferenciada”?
8. Las tareas de prevenir las crisis macroeconómicas de origen interno y el fortalecimiento del sector financiero van ambas de la mano. Se trata de una labor de carácter permanente. Para efectos prácticos nunca se concluye⁴³ Por ello, la posición del BC y del CONASSI siempre han de ser proactivas, de liderazgo. Para lograr este objetivo debe evitarse que el Poder Legislativo (leyes) y el Poder Ejecutivo (decretos) tomen decisiones en el ámbito financiero y monetario sin proceder con antelación a las debidas consultas con los entes especializados en la materia (BC, Ministerio de Hacienda y CONASSIF).
 9. Con mucha frecuencia, no se pone el debido énfasis en la importancia de las técnicas de comunicación cuando se trata de informar a los agentes económicos y al público en general acerca de las políticas del BC y del CONASSIF. De hecho, la aceptación o rechazo de una determinada medida o decisión depende, no solo de lo que se decida comunicar, sino también de la manera (la oportunidad, el medio, la circunstancia, el lenguaje) cómo se comunica. La buena comunicación, independientemente de lo que se quiera o se deba informar requiere de una pericia especial. Esto debe tenerse presente, pues una mala comunicación bien puede dar al traste con una medida acertada. Así, por ejemplo Bernanke (2013), considera que la

42 Hay una realidad en los esquemas incompletos de solución de bancos en problemas en Costa Rica: los supervisores no están entrenados para administrar bancos y mucho menos para sacarlos delante de un problema financiero. Por eso es conveniente evaluar los esquemas que hayan funcionado con éxito en otros países, para lograr mejoras efectivas en nuestro sistema.

43 Como ejemplos de las tareas pendientes pueden citarse las siguientes: el seguro de depósito, la función de prestamista de última instancia, la competencia en el mercado financiero (nivelar la “cancha” entre los bancos públicos y los privados), el mecanismo de transmisión de las políticas del BC a los intermediarios financieros y de éstos al público en general.

transparencia del Banco Central (¿qué y cómo comunica?) es un elemento esencial de su estrategia para alcanzar sus objetivos.⁴⁴

10. Los dos grandes desafíos del BC y del CONASSIF consisten en:
 - i. Hacer frente al reto de prevenir las crisis macroeconómicas. Mantener siempre un ojo abierto y no bajar la guardia.
 - ii. Promover el crecimiento de la economía nacional. Mantener el otro ojo abierto para crear nuevas oportunidades y aprovechar las circunstancias favorables cuando los astros se alinean. Los vientos de cola no deben dejarse pasar sin aprovecharlos. Dar debida atención a prevenir las crisis macroeconómicas no debe ser óbice para relegar a un segundo lugar dar el debido impulso a la economía nacional. El BC y el CONASSIF no deben pretender desempeñar el papel de “nervio y motor” de la economía nacional. Sería un grave error. Igualmente, sería una equivocación muy importante no asumir la responsabilidad de promover el crecimiento económico. Enfrentar ambos desafíos es tarea cotidiana del BC y de CONASSIF. Ahora bien, lograr un balance adecuado en la manera como el BC y el CONASSIF enfrentan ambos desafíos –mantener la estabilidad macroeconómica y promover el crecimiento económico– es y siempre será, una tarea ardua. Pero ambas instituciones no pueden dejar de enfrentar dicho reto.
11. Navegar en estas aguas siempre procelosas y con frecuencia desconocidas requiere tanto de la ciencia como del arte. El BC y el CONASSIF no deben ciertamente ser la “casa de los sustos”, ni tampoco pretender ser “nervio y motor” de la economía nacional, como se indicó anteriormente. En última instancia, el éxito dependerá del sentido de oportunidad y de la prudencia de quienes tengan la responsabilidad de empuñar el timón del BC y del CONASSIF.

44 “I believe that policy transparency remains an essential element of the Federal Reserve’s strategy for meeting its economic objectives” (p. 1)

BIBLIOGRAFÍA

- Pierre-Richard Agénor, Luis A. Pereira da Silva (2013), Inflation Targeting and Financial Stability. A perspective from the Developing World.
- Bank of England (2009), The role of macroprudential policy, Discussion Paper.
- Bank of England (2011), Instruments of macroprudential policy, Discussion Paper.
- Ben S. Bernanke (2013), Communication and Monetary Policy, National Economists Club Annual Dinner, Herbert Stein Memorial Lecture.
- Ben S. Bernanke (2011), The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice, 56 th. Economic Conference, Federal Reserve Bank of Boston.
- Olivier Blanchard, Giovanni Dell’Ariccia, Paulo Mauro (2010), Rethinking Macroeconomic Policy, IMF Staff Position Note SPN/10/13.
- Alan S. Blinder (2015), Can Economists Learn?, Foreign Affairs, March/April, pp. 154-159.
- Michael D. Bordo, Christopher M. Meissner (2002), Does Inequality Lead to Financial Crises?, NBER, Working Paper No. 17896.
- Claudio Borio (2016), Towards a financial stability - oriented monetary policy framework. Bank for International Settlements.
- Claudio Borio and William White (2004), Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes, BIS Working Papers No. 147.
- Agustín Carstens (2004), Twenty Years without a Crisis in Costa Rica: The IMF’s View, News, July 12.
- Jaime Caruana (2014), Redesigning the central bank for financial stability responsibilities, Bank for International Settlements, 135th. Anniversary Conference of Bulgarian National Bank.
- Jaime Caruana (2016), Monetary policy for financial stability, 52 nd. SEACEN Governors’ Conference.
- Stijn Claessens, Swati R. Ghosh and Roxana Mihet (2014), Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities, IMF Working Papers, WP/14/155.
- Andrew Crockett (1997), Why is Fiscal Stability a Goal of Public Policy, Maintaining Financial Stability in a Global Economy, pp. 7-36, The Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Félix Delgado (2017), Reforma financiera en la banca en Costa Rica: la siguiente etapa, Academia de Centroamérica.
- Allan Drazen, Vittorio Grilli (1990), The benefits of crises for economic reforms, NBER Working Paper No. 3527.
- Barry Eichengreen et al. (2011), Rethinking Central Bank, Committee on International Economic Policy Reform.
- Gerald Epstein (2003), Alternatives to inflation Targeting Monetary Policy for Stable and Egalitarian Growth: A Brief Research Summary, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, Working Paper Series, Number 62.

- Stanley Fischer (1998), Economic Crises and the Financial Sector, Federal Deposit Insurance Corporation, Conference on Deposit Insurance, September 10.
- Stanley Fischer (2011), Central Bank Lessons from Global Crisis, Brahamanda Lecture, Reserve Bank of India.
- David Folkerts - Landau and Carl-Johan Lindgren, (1998), Toward a Framework for Financial Stability, World Economic and Financial Surveys, International Monetary Fund.
- Julia Giese et al. (2014), The credit - to - GDP gap and complementary indicators for macroprudential policy: Evidence from the UK, International Journal of Finance and Economics, Vol. 19, Issue 1.
- Alan Greenspan (2008), La era de las turbulencias. Aventuras en un nuevo mundo.
- Jorge Guardia Quirós (2016), Estoica batalla por la liberalización cambiaria, mim.
- Samuel Hanson, Anil K. Kashyap, and Jeremy C. Stein (2011), A Macropudential Approach to Financial Regulation, Journal of Economic Perspectives, Vol. 25, Number 1, Winter, pp. 3-28.
- International Monetary Fund (2011), Macroprudential Policy: An Organizing Framework, Monetary and Capital Markets Department.
- Edward J. Kane (1985), The Gathering Crisis in Federal Deposit Insurance.
- Charles Kindleberger (1978), Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises.
- Mervyn King (1997), Changes in Monetary Policy: Ruler and Discretion in Practice, Journal of Monetary Economics, 39, pp. 81-97.
- M. Kumhof, Rancière R. (2011), Inequality, Leverage and Crises, IMF Working Paper 10/268.
- Eduardo Lizano (2016), Comentarios sobre política monetaria y cambiaria. Un poco más de leña a la hoguera. Blog Academia de Centroamérica, Análisis, Serie 12.
- Frederic S. Mishkin (2011), Monetary Policy Strategy Lessons from the Crisis, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 16755.
- Athanasios Orphanides (2013), Is Monetary Policy Overburdened? Federal Reserve Bank of Boston, Public Policy, Discussion Papers, No. 13-8.
- Raghuram Rajan, Fault Lines, (2010) Princeton University Press.
- Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff (2009), Eight Centuries of Financial Folly.
- Dani Rodrik (2007), The Real Exchange Rate and Economic Growth: Theory and Evidences, John F. Kennedy School of Government, Harvard University.
- Dani Rodrik (2009), Growth after the Crisis in Globalization and Growth: Implication for a Post-Crisis World, Commission on Growth and Development.
- Kenneth Rogoff (2002), Managing the World Economy, The Economist, 3 agosto, pp. 62-64.
- Paul Samuelson (1948), Economics.
- SUGEF, Reglamento sobre Gobierno Corporativo, aprobado por el CONASSIF en noviembre 2016.

- SUGEF, Reglamentos 1-05 para Calificación de Deudores, oct.2016.
- Lars E. O. Svenson (1999), Inflation Targeting: Some Extensions, *Scandinavian Journal of Economics* 101, pp. 337-361.
- Lars E. O. Svenson (2001), Independent Review of the Operation of Monetary Policy in New Zeland: Report to the Minister of Finance.
- Lars E. O. Svenson (2002), An Independent Review of the Operation of Monetary Policy and Institutions in Norway, Norges Bank, Watch 2002, Centre of Monetary Economics.
- Lars E. O. Svenson (2009), Evaluating monetary policy, Sveriges Riksbank, Working Paper Series, No. 235, October.
- Sveriges Riksbank (2012), Creating a Swedish Toolkit for Macroprudential Policy, Riksbank Studies.
- Nassin Nicholas Taleb (2010), *The Black Swan*, second edition.
- Jorge Vargas Cullell (2017) *La Nación*, Enfoque, 2 febrero, p. 23A.
- Paul Wachtel (2017), Credit Deepening to growth or crisis?, Stern School of Business, *Revue d'Economie Financiere*.
- Martin Wolf (2017), The risks that threaten global growth, (martin.wolf@ft.com).