Baja Inflación pero Escaso Crecimiento Regional en medio de la Incertidumbre de la Economía Mundial

Informe de Coyuntura-Septiembre de 2013

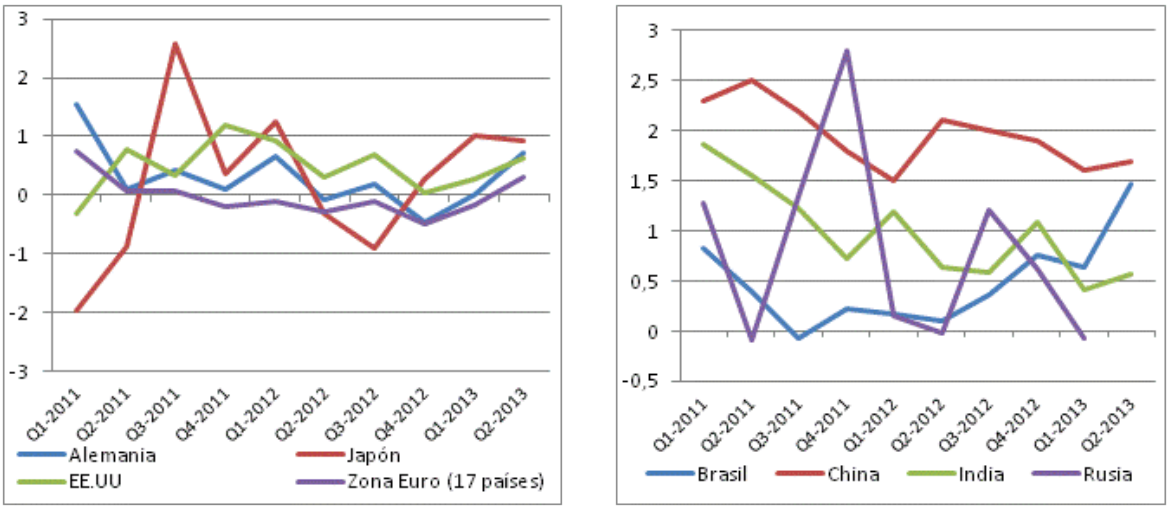
I. Entorno Macroeconómico Internacional

Casi cinco años después de la crisis, la economía mundial sigue resintiendo sus efectos. La recuperación de las principales economías desarrolladas y emergentes continúa siendo moderada, en el mejor de los casos, y con perspectivas poco prometedoras para el futuro cercano.

Las economías desarrolladas mostraron cierta mejora en su tasa de crecimiento durante los dos primeros trimestres de 2013. En particular, la Zona del Euro mostró una tasa de crecimiento positiva durante el segundo trimestre, luego de seis trimestres continuos de contracción.

En el caso de las principales economías emergentes, salvo el desempeño de Brasil, más bien se mantuvo la tendencia hacia la desaceleración (Ver gráfico 1.1) lo cual contribuye aún más a la pérdida de dinamismo de la economía mundial.

Grafico 1.1
Tasa de Crecimiento del PIB Trimestral



Fuente: Elaboración propia con base en datos de OECD.StatExtracts

Esto refuerza la hipótesis de que, en términos de la economía mundial, todavía no es posible hablar de una recuperación sostenida (a pesar de algunas señales positivas que se observaron durante el primer semestre del año) pues todavía prevalecen algunos elementos de riesgo.

Tanto es así, que el FMI en su actualización de las Perspectivas Económicas Mundiales del mes de octubre, nuevamente revisó a la baja los pronósticos de crecimiento para la mayoría de las regiones del mundo, tanto para el cierre del año 2013 como para el año 2014, tal y como se observa en el Cuadro 1.1.

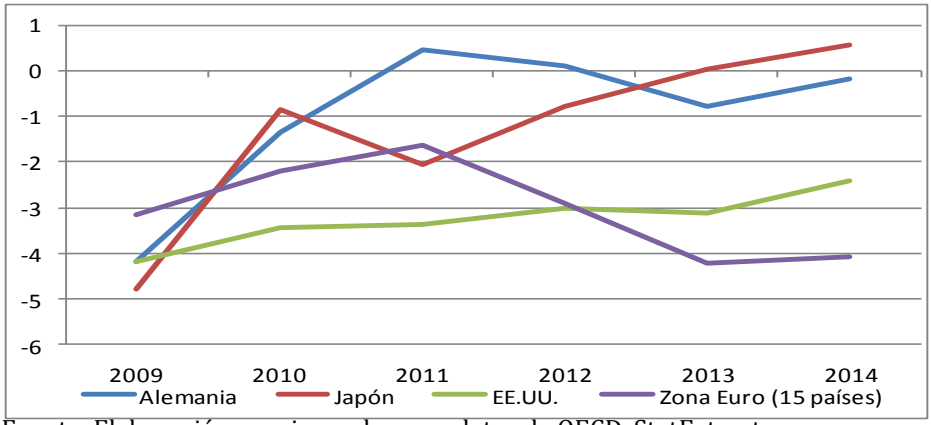
Cuadro No.1.1
Perspectivas de Crecimiento Mundial:
Tasa de Crecimiento del PIB

	Proyección			Ajuste 10/13 (1)	
	2012	2013	2014	2013	2014
Mundo	3,9	2,9	3,6	-0,3	-0,2
Economías Avanzadas	1,5	1,2	2,0	0,0	0,0
Estados Unidos	2,8	1,6	2,6	-0,1	-0,2
Zona Euro	-0,6	-0,4	1,0	0,1	0,0
Japón	2,0	2	1,2	-0,1	0,1
Economías Emergentes	4,9	4,5	5,1	-0,5	-0,4
Brasil	0,9	2,5	2,5	0,0	-0,7
China	7,7	7,6	7,3	-0,2	-0,4
India	3,2	3.8	5,1	-1,8	-1,1
Rusia	3,4	1,5	3,0	-1,0	-0,3

(1) Ajuste en relación con las cifras de julio, 2013
Fuente: World Economic Outlook. Octubre, 2013. FMI.

Este pronóstico es consistente con la percepción de otras agencias internacionales. Por ejemplo, la OECD estima que aún durante el año 2014, las economías desarrolladas (excepto Japón) mantendrán brechas negativas de alguna importancia entre su producción observada y la potencial (ver gráfico 1.2), de ahí que sería de esperar que se mantengan altos niveles de desempleo y no se generen mayores presiones sobre la tasa de inflación durante los próximos semestres.

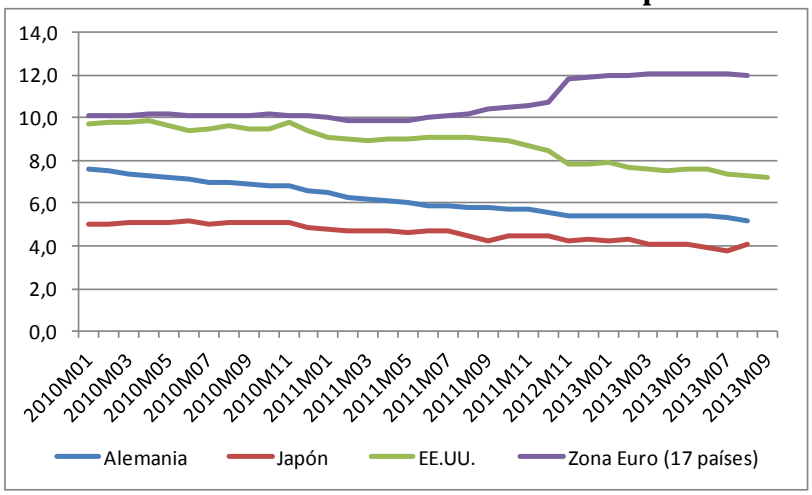
Gráfico 1.2
Países Desarrollados: Brecha del Producto



Fuente: Elaboración propia con base en datos de OECD. StatExtracts

En efecto, esta situación se refleja en la resistencia a la baja de la tasa de desempleo, la cual no mostró mejoras significativas para las economías desarrolladas en lo que va de 2013 en comparación con el año anterior, tal y como se observa en el gráfico 1.3. Más aún, de acuerdo con los pronósticos de las principales agencias internacionales no se espera una recuperación en este rubro en el 2014.

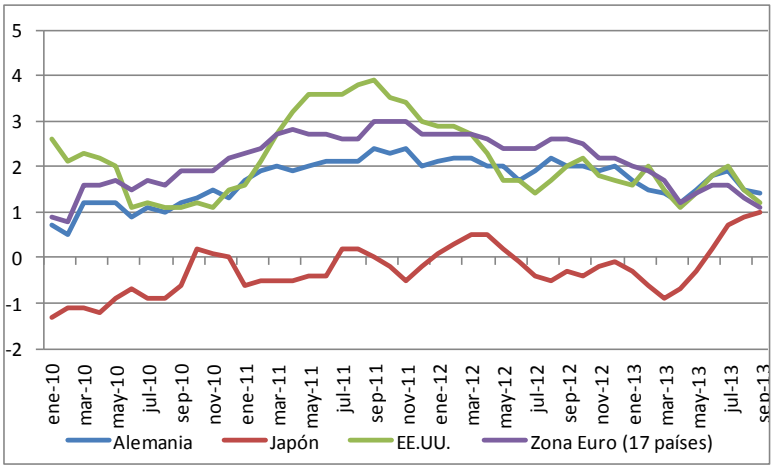
Gráfico 1.3
Países Desarrollados: Tasa de desempleo



Fuente: Elaboración propia con base en OECD. StatExtracts

Lo anterior se manifiesta también en una evolución favorable de la inflación en los países desarrollados hasta el tercer trimestre de este año. Así, a pesar de un cambio en la tendencia de esta variable a partir del segundo trimestre, la tasa se mantiene en niveles inferiores al 2% interanual. La excepción es nuevamente Japón, donde el relativo éxito de las políticas destinadas a estimular la demanda interna ha generado un repunte en la tasa de inflación, aunque todavía en un nivel del 1%.

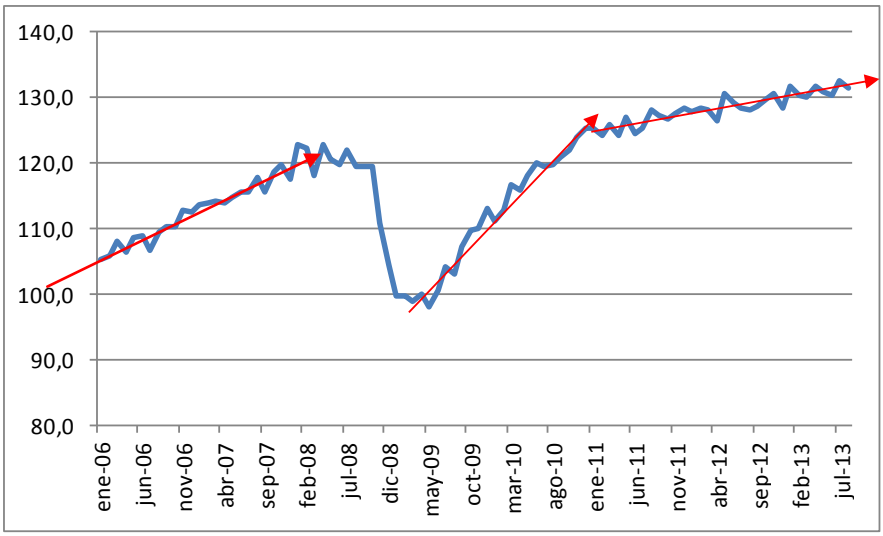
Gráfico 1.4
Países Desarrollados: Tasa de Inflación Interanual



Fuente: Elaboración propia con base en OECD. StatExtracts

Esta coyuntura se ve reflejada, entre otras cosas, en un debilitamiento en la recuperación del comercio mundial. El gráfico 1.5 muestra la evolución del índice del comercio mundial de mercancías. De acuerdo con los datos, el volumen de comercio tardó más de dos años en recuperarse luego de la crisis; y logró crecer solamente un 9.4% entre junio, 2010 y agosto, 2013, lo cual se refleja claramente en el cambio de tendencia de la serie.

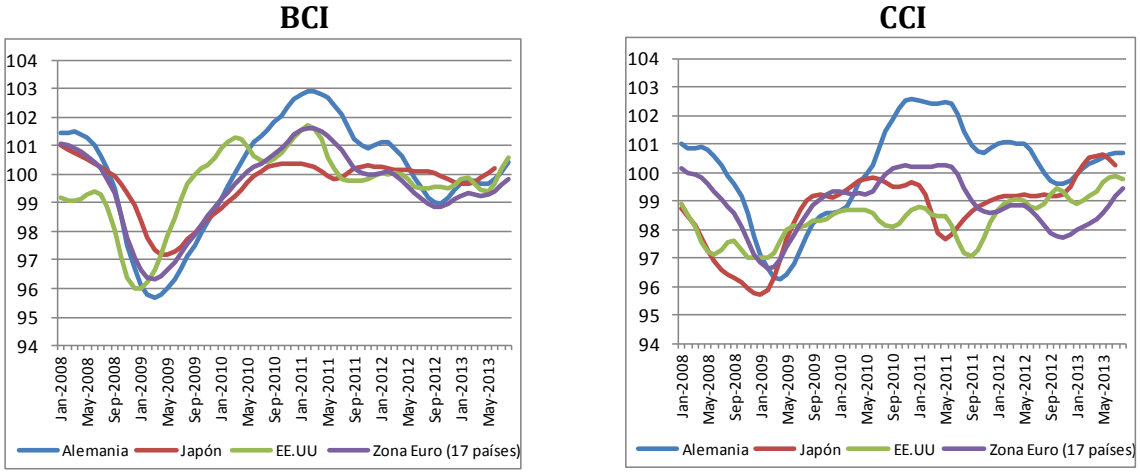
Gráfico 1.5
Evolución del Comercio Mundial: Índice de Volumen de Mercancías



Elaboración propia con base en datos del Netherlands Bureau for Economic Policy Analisis

Adicionalmente, las expectativas de productores y consumidores no han mejorado significativamente desde el año 2010. En el caso de las economías desarrolladas ambos grupos parecen mostrar una leve mejora en sus expectativas durante los primeros seis meses de 2013; sin embargo, éstas no se han recuperado lo suficiente como para afirmar que se trata de un cambio en la tendencia de las percepciones sobre la coyuntura macroeconómica futura (ver gráficos 1.6 a) y b)).

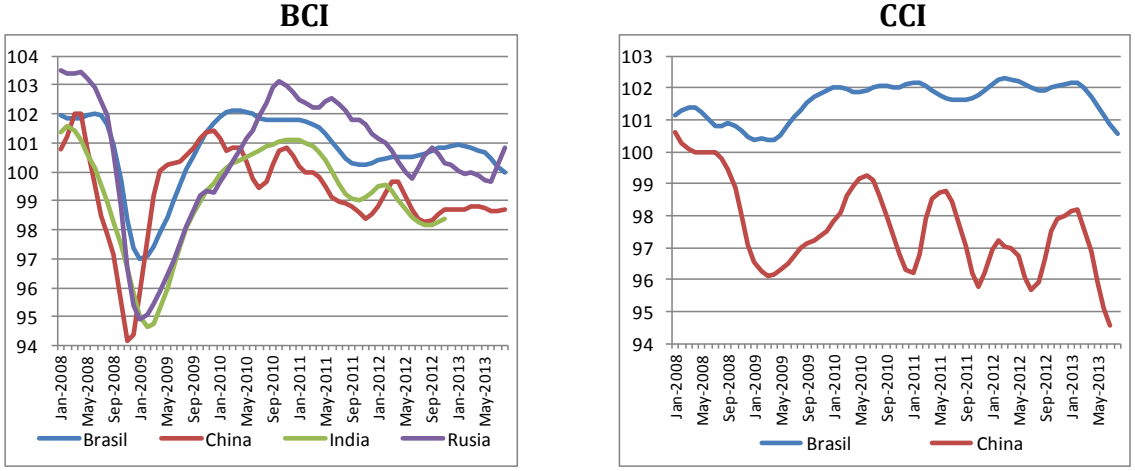
Gráfico 1.6a
Economías Desarrolladas: Índices de Confianza de los Negocios (BCI) y de los Consumidores (CCI)



Fuente: Elaboración propia con base en datos de OECD. StatExtracts

En el caso de las principales economías emergentes la situación es más compleja. Los índices de expectativas, tanto de productores como de consumidores mantienen cierta tendencia al deterioro. En el caso de los productores en China y Rusia habrá que esperar algunos meses para ver si la reversión de la tendencia observada en los primeros meses del año está respaldada en mejoras sostenibles en las condiciones económicas. En todo caso, los consumidores en China no parecen compartir las expectativas de los productores, probablemente por encontrarse en una transición hacia una economía orientada al consumo doméstico en un contexto de menores ingresos como resultado de un crecimiento más bajo de las exportaciones debido al deterioro económico global.

Gráfico 1.6b
Economías Emergentes: Índices de Confianza de los Negocios (BCI) y de los Consumidores (CCI)



Fuente: Elaboración propia con base en datos de OECD.StatExtracts

La situación descrita con anterioridad plantea una serie de inquietudes de cara a lo que se puede esperar sobre el desempeño de la economía mundial en el futuro cercano. Es claro que los motores de la economía mundial están marchando a ritmos diferentes, tanto en lo que se refiere a la producción efectiva, como a las expectativas sobre el futuro de la economía. Esto no sería un problema si la dinámica de las economías desarrolladas fuera lo suficientemente poderosa como para compensar la pérdida de dinamismo que están sufriendo las principales economías emergentes. Lo cierto es que ese no parece ser el caso.

Al cierre de la edición de este informe, ya se tenía conocimiento del anuncio del Comité de Política Monetaria de la FED en el sentido de que mantendrá su programa de compras de activos por $85.000 millones mensuales, hasta que haya más "evidencias" de que la situación de la economía ha mejorado. Esto reduce los riesgos asociados a un endurecimiento en las condiciones financieras internacionales. Aún cuando las condiciones de liquidez mundial siguen siendo laxas, existía incertidumbre sobre el efecto que un incremento en las tasas de interés en las economías desarrolladas puede tener sobre los flujos de financiamiento y las condiciones de crédito en las economías en desarrollo.

El balance de riesgos parece decantarse nuevamente hacia los efectos negativos para las economías emergentes como resultado de los flujos de capital originados en una política monetaria expansiva por parte de los EE.UU. El reto seguirá consistiendo en lograr un adecuado balance entre la política monetaria y las políticas macroprudenciales que se han implementado en algunos países para tratar de contener la apreciación real de las monedas, una expansión excesiva del crédito y, en consecuencia, una inadecuada valoración de los riesgos financieros por parte de los agentes económicos.

También se mantiene alguna incertidumbre en relación con la política fiscal de los EE.UU. como resultado de su necesidad recurrente de incrementar los límites de endeudamiento. En Europa el sistema bancario se mantiene vulnerable debido a que no han terminado de sanear completamente sus carteras de crédito, lo cual podría generar consecuencias económicas relacionadas con el potencial aprovisionamiento de créditos malos. Adicionalmente, el empeoramiento de la situación en Siria podría generar un incremento de los precios del petróleo y efectos negativos en los mercados financieros que producirían un mayor deterioro en el panorama económico mundial.

El principal reto para las economías en desarrollo será encontrar la mezcla correcta de políticas para enfrentar un ambiente externo menos favorable sin sacrificar estabilidad macroeconómica y política.

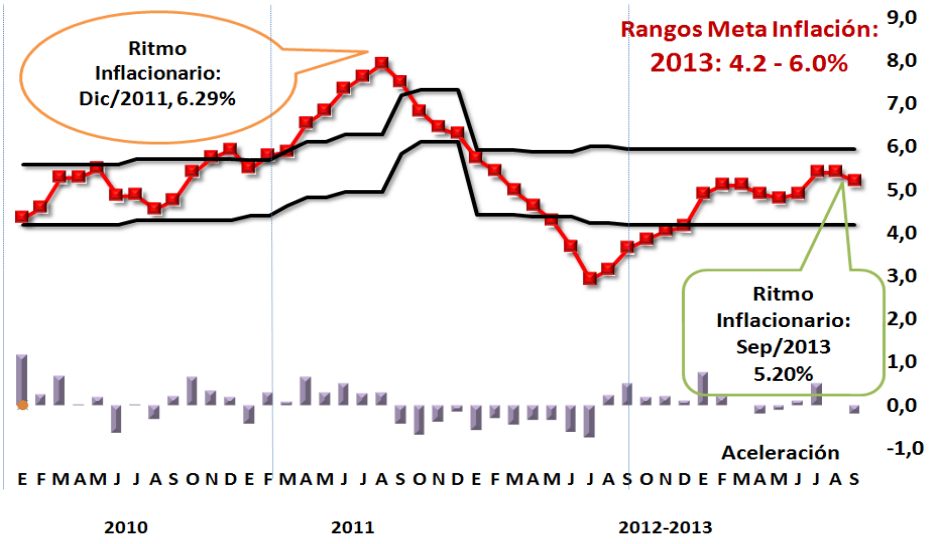
II. Dinámica Inflacionaria con marcada Estabilidad y bajo Crecimiento Económico Regional

En materia de inflación, el ritmo inflacionario durante los primeros nueve meses del año 2013 evidencia un comportamiento estable dentro de los rangos meta de la inflación. Desde el mes de enero, el ritmo ha permanecido alrededor de la media del tales rangos y

ha respondido fundamentalmente a dos aspectos a destacar, por una parte al comportamiento que han tenido los precios internacionales de los *commodities*, particularmente, los precios internacionales del petróleo y, por otra, al bajo nivel de comparación que se observó hasta junio y julio del año pasado.

Así se esperaría que la inflación regional se mantenga en esos niveles hasta finales del año 2013, a pesar del impacto temporal que tiene en los precios al consumidor la volatilidad observada en el precio del petróleo derivado de los recientes riesgos geopolíticos.

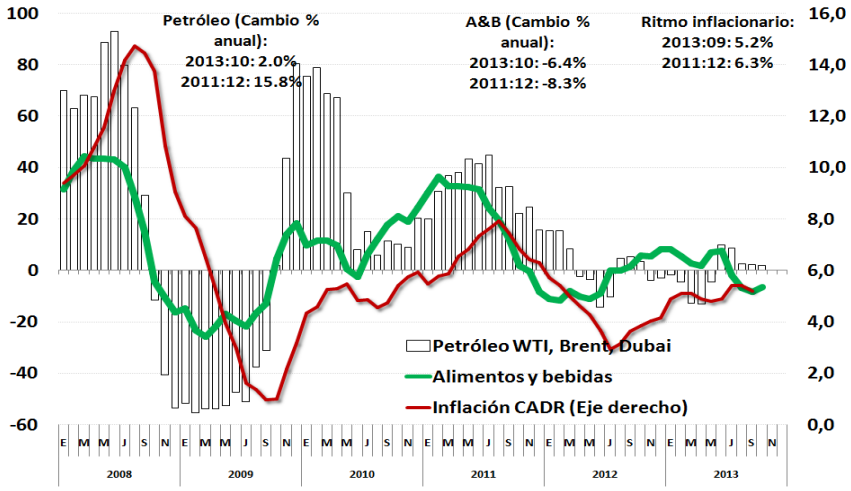
Gráfico 2.1
Centroamérica y República Dominicana: Ritmo Inflacionario Regional
(2010:01 – 2013:09)



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR (SECMCA).

Como puede apreciarse en el Gráfico 2.2, los precios de los alimentos y bebidas que habían registrado alta volatilidad entre los años 2008 y 2011, durante 2013 han observado un comportamiento mucho más estable y en los últimos meses a la baja; en tanto, los precios del petróleo y sus derivados que habían estado estables durante 2012 y primeros meses de 2013, ha presentado en el tercer trimestre de 2013 una tendencia a acelerarse. Con ello, el ritmo inflacionario regional evidencia un corto rezago en el traspaso de los incrementos en los precios de los combustibles durante 2013.

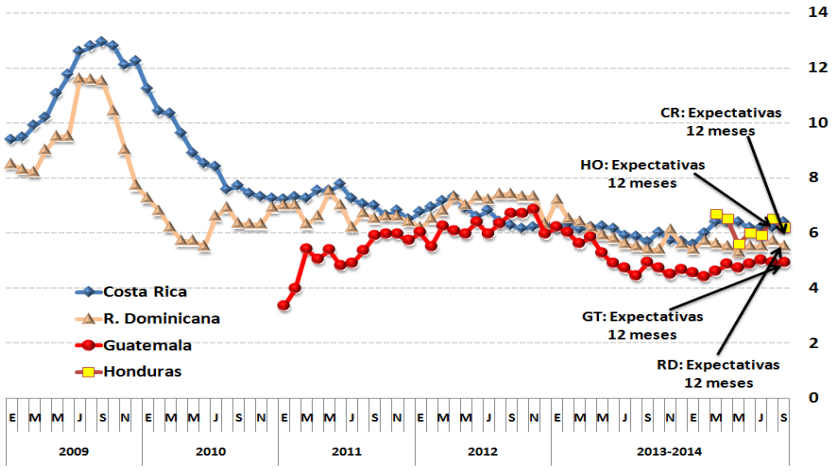
Gráfico 2.2
Centroamérica y República Dominicana: Variación Anual del Precio de Materias Primas y Ritmo Inflacionario Regional
(2010:01 – 2013:08)



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR (SECMCA) y FMI.

Un punto destacable es que las expectativas de inflación en la región continúan registrando una desaceleración durante el año 2013. En efecto, para los próximos doce meses las expectativas de los agentes económicos evidencian que la inflación esperada podría situarse en un rango de entre 4% y 6%. Ello señala una convergencia de la inflación observada con el objetivo de mediano plazo de los bancos centrales, lo que a su vez otorga margen de maniobra a la política monetaria para consolidar la confianza y las expectativas de esa estabilidad y coadyuvar a generar condiciones favorables para el crecimiento económico.

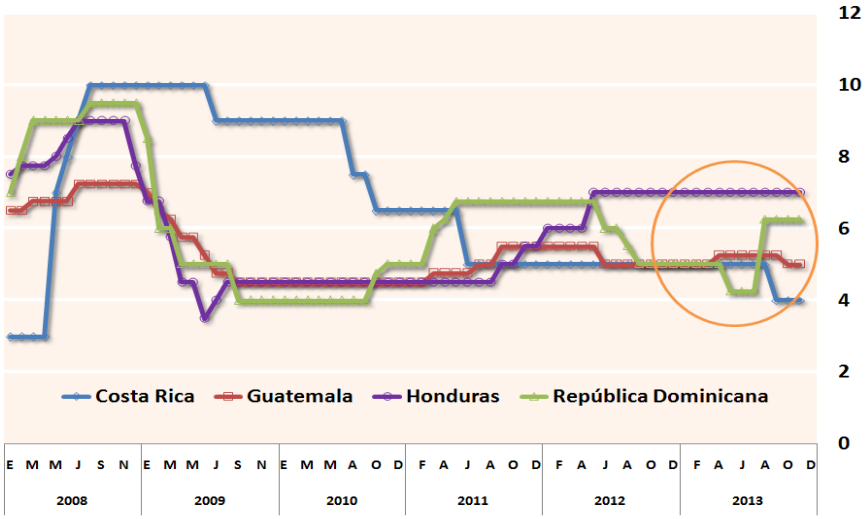
Gráfico 2.3
Países Seleccionados del CMCA: Expectativas de Inflación para los próximos 12 meses.



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR (SECMCA).

A pesar de ese anclaje de las expectativas inflacionarias a nivel regional, las señales de política monetaria durante 2013 han contrastado entre países. En efecto, en el caso de Costa Rica, en junio de 2013, la Junta Directiva del Banco Central decidió disminuir la Tasa de Interés de Política en 100 puntos básicos de 5.00% a 4.00%. En el caso del Banco de Guatemala, en abril de 2013, la Junta Monetaria decidió aumentar la tasa de interés líder de la Política Monetaria en 25 puntos básicos de 5.00% a 5.25% y en octubre decidió reducir el nivel en 25 puntos básicos de 5.25% a 5.00%, con base en la coyuntura externa e interna. Mientras en el caso de República Dominicana, el Banco Central, en mayo de 2013, decidió reducir su Tasa de Interés de Política Monetaria de 5.00% a 4.25% y en agosto del mismo año la incrementó en 200 puntos básicos, de 4.25% anual a 6.25% anual. En el caso de Honduras, el Banco Central ha mantenido su postura de Tasa de Política en 7.00%, tal como se aprecia en el gráfico siguiente:

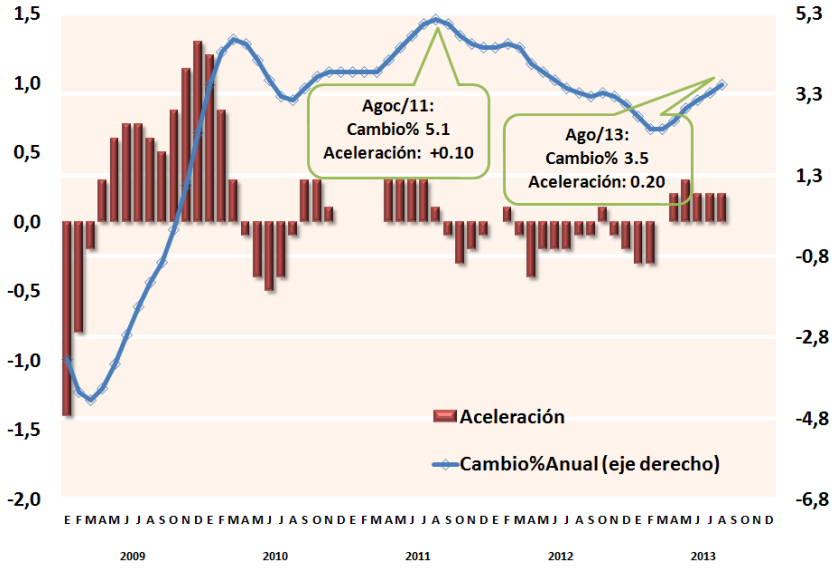
Gráfico 2.4
Países Seleccionados: Tasas de Política Monetaria (2008:01 – 2013:11)



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR (SECMCA).

Por su parte el crecimiento económico regional muestra algún grado de recuperación a partir del segundo trimestre de 2013. En efecto, el ritmo de crecimiento medido por las tasas de variación de la tendencia ciclo promedió 2.5% entre enero y marzo, mientras que de abril al mes de agosto del 2013, las tasas de variación han promediado un ritmo de crecimiento de 3.1%, con lo que a nivel regional la actividad económica ha comenzado a registrar una recuperación, pero con marcadas diferencias a nivel de países, producto de la caída en la demanda externa y al menor grado de recuperación de la demanda interna.

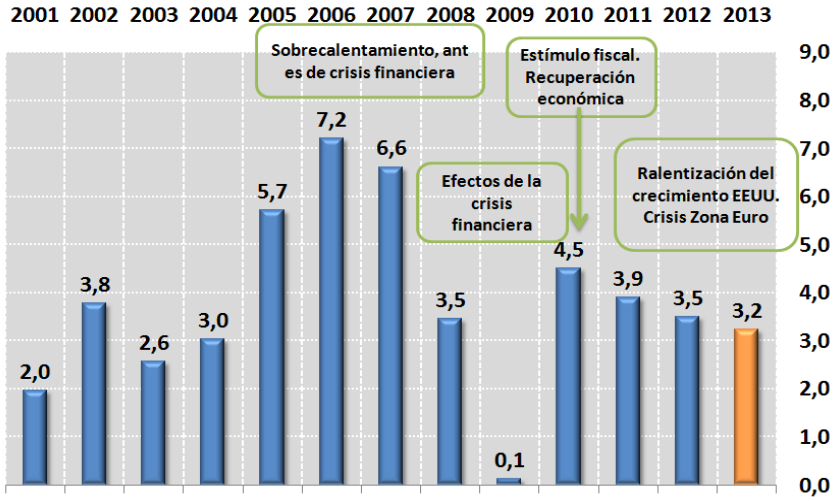
Gráfico 2.5.
Centroamérica y República Dominicana: Índice Mensual de Actividad Económica. Tasa de variación anual y aceleración (2009 – 2013).



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR (SECMCA).

Con base en el comportamiento observado en la economía mundial y las condiciones de crecimiento en cada uno de los países, el crecimiento económico se estima que la región podría crecer por arriba del 3% al cierre de 2013, aumento menor al estimado a principios de año que se esperaba fuera de alrededor de 3.8%.

Gráfico 2.6
Centroamérica y República Dominicana: Crecimiento Económico Regional (2001 – 2013).



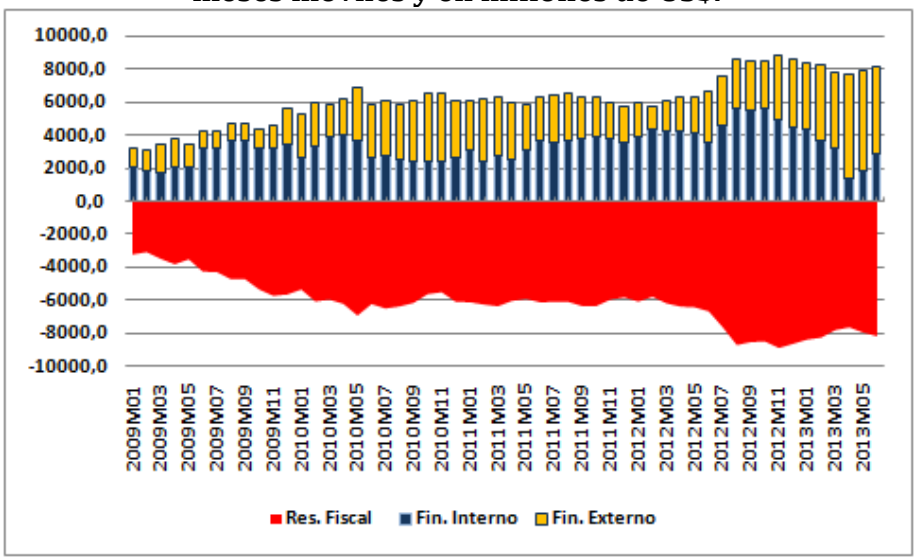
Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR (SECMCA) y estimaciones de los bancos centrales.

III. Tres aspectos de la vulnerabilidad macroeconómica regional

3.1 El aspecto fiscal: persistencia en el déficit fiscal y el aumento en la deuda pública.

El desbalance fiscal en la región no da señales de mejora. En efecto, el resultado deficitario de las finanzas públicas en periodos de doce meses móviles se ubica en alrededor de US$8,000.0 millones, superior en USD$2,000.0 millones al observado durante el periodo de 2010 a 2012. Durante el periodo de noviembre de 2012 hasta el cierre del primer semestre de 2013, para financiar esa brecha se hizo un mayor uso de recursos internos, tendencia que se modificó desde inicios de 2013, principalmente por una mayor colocación de deuda soberana bonificada en los mercados internacionales, a mayores plazos y menores tasas de interés. Para 2013 se estima que el déficit del gobierno central en la región alcance 2.4% del PIB (3.0% en 2011) (Gráfico 3.1). A pesar que en la región se tiene un amplio consenso sobre las dificultades y riesgos de mantener la tendencia de deterioro fiscal, no se ha logrado ese mismo nivel de consenso en cuanto cuales son las combinaciones óptimas de reducción, reorientación o contención de gasto, incremento de tributos y/o mejoramiento de ingresos por vías administrativas, con el fin de superar tales vulnerabilidades.

Gráfico 3.1
CARD: Resultado Fiscal, Financiamiento Interno y Externo, en periodos de doce meses móviles y en millones de US$.

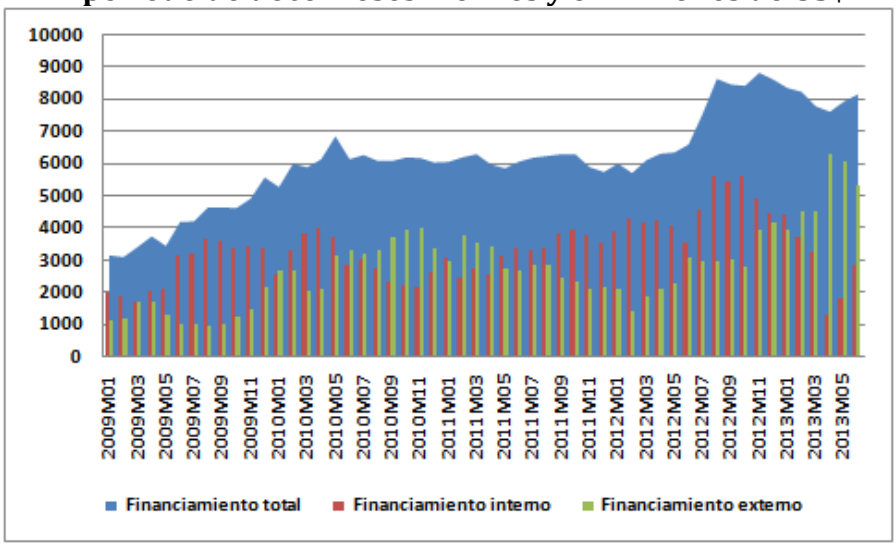


Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR/SECMCA.

La gestión de deuda pública regional se ha concentrado fundamentalmente en la colocación de títulos o bonos en los mercados internacionales y en la reducción del financiamiento en los mercados locales. Esta estrategia provee mejores condiciones de plazo y tasa de interés que las colocaciones en el mercado doméstico y podría disminuir la carga del servicio de la misma, otorgando cierto alivio a la situación fiscal. No obstante tal situación, el nivel de deuda pública continúa creciendo y representando una

vulnerabilidad para la gestión de política fiscal. A continuación se observa en periodos de doce meses móviles el financiamiento total y sus fuentes interna y externa:

Gráfico 3.2
CARD: Dinámica del Financiamiento del Sector Público, Interno, Externo y Total. En periodo de doce meses móviles y en millones de US$.



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR/SECMCA.

Debe destacarse que este cambio en la estrategia de financiamiento del sector público ha permitido aprovechar las ventajas de un período de estabilidad en los tipos de cambio y bajas tasas de interés internacionales, condiciones que podrían mantenerse a lo largo de 2014. No obstante, la posibilidad de que se presente una mayor volatilidad de ambas variables a partir del año 2015, cuando se empiecen a retirar los estímulos monetarios, especialmente de la Reserva Federal de los EE.UU., debe llamar la atención de las autoridades económicas debido a que un incremento del valor del dólar en relación las monedas del área (con excepción de El Salvador), o un incremento en los costos de refinanciamiento de la deuda externa ejercerían presiones adicionales sobre las finanzas públicas, comprometiendo así la estabilidad macroeconómica.

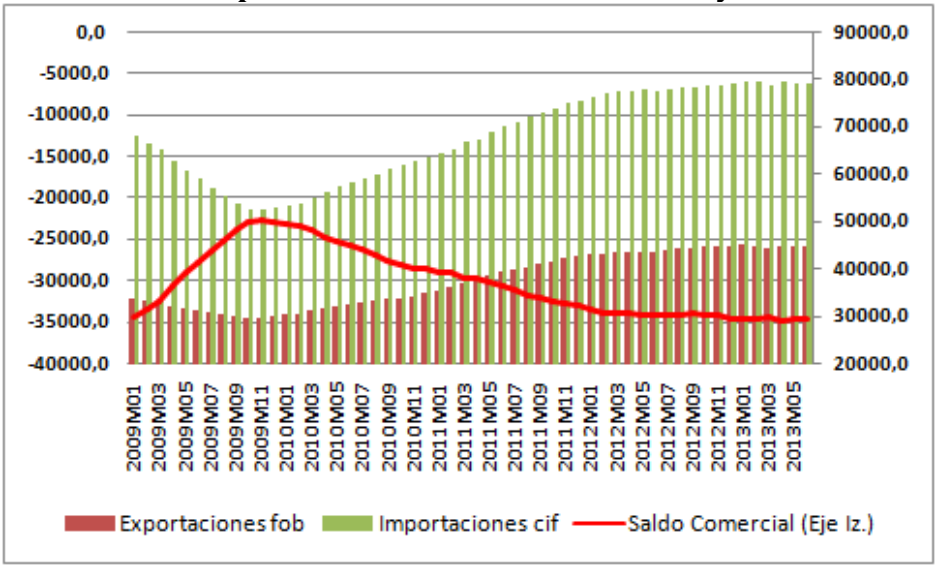
3.2 La dimensión externa: el déficit comercial

Durante los dos últimos años, el saldo comercial deficitario en la región se ha mantenido en los niveles de alrededor de los US$35.000 millones. Ese resultado se ha debido fundamentalmente a tres situaciones: i) el bajo crecimiento económico de la economía mundial y regional que se refleja en los niveles de comercio[1]; ii) la relativa estabilidad en los precios internacionales de las materias primas, especialmente en el caso de los hidrocarburos en los últimos dos años, que aunque en niveles altos han dejado de crecer aceleradamente y llevado a que el valor total de las importaciones no haya registrado

[1]Cabe destacar que en el caso de las exportaciones, no obstante la caída en los precios internacionales del café y en el valor de las exportaciones del grano, el valor total de las exportaciones ha registrado un leve crecimiento

un crecimiento significativo; y, iii) las bajas tasas de crecimiento del consumo y la inversión que se han registrado en la mayoría de países en la región.

Gráfico 3.3
CARD: Dinámica del Saldo Comercial, Exportaciones e Importaciones de bienes. Datos acumulados en periodos móviles de doce meses y en millones de US$



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR/SECMCA.

En el contexto actual, vale recordar también que la región centroamericana, por la naturaleza de sus exportaciones (que son sensibles a la fluctuación de los precios de los "commodities" y la demanda externa), por la estructura de su actividad productiva y por ser economías altamente dependientes de las importaciones de petróleo y bienes de capital, podría resentir los efectos de una recuperación económica a nivel global.

Lo anterior se ha manifestado en ocasiones anteriores, ya que en la medida que una mayor tasa de crecimiento del producto mundial presione el precio de las materia primas, especialmente en el caso de los hidrocarburos, el deterioro de la balanza comercial en las economías de la región provocaría una demanda por mayores volúmenes de financiamiento externo el cual, nuevamente, podría resultar relativamente escaso cuando las condiciones financieras internacionales no sean tan favorables como lo han sido hasta ahora. Lo anterior se convertiría en una fuente de presión adicional sobre los tipos de cambio y los niveles de reservas internacionales para los países de la región.

3.3 La vulnerabilidad monetaria: liquidez, flujos de capital y crédito al sector privado

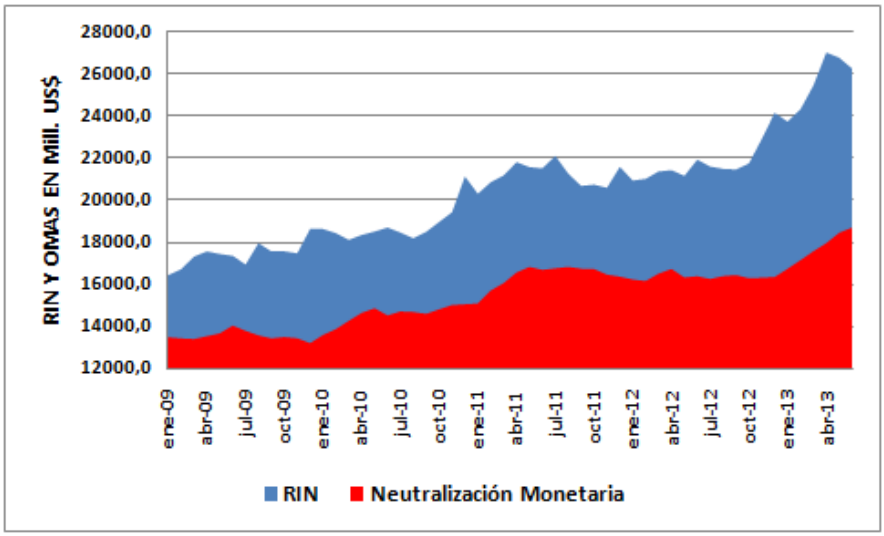
Las economías de la región han experimentado durante y después de la crisis económica y financiera global choques de liquidez origen tanto externo como interno, que en el

tiempo han impactado en el comportamiento de las variables financieras y macroeconómicas de los países.

Durante los años posteriores a la crisis internacional, la región ha enfrentado influjos de capital, de distinta naturaleza entre los países y se han manifestado mediante contrataciones de deuda del sistema financiero, colocaciones de deuda soberana en los mercados financieros internacionales y los flujos de capital privado derivados de inversiones extranjeras directas y de cartera. Frente a esa coyuntura, las reacciones de política monetaria y política macroprudencial se han orientado a minimizar el impacto de tal comportamiento en el corto y mediano plazo en la tasa de interés, el tipo de cambio y la inflación.

Una de las formas en los que los bancos centrales han reaccionado a los influjos de capital ha sido mediante el incremento las reservas monetarias internacionales y como contrapartida una mayor actividad en las operaciones de esterilización monetaria para minimizar el impacto de la acumulación de reservas internacionales sobre las tasas de interés, el tipo de cambio y la inflación; tal como se aprecia en la gráfica 3.4

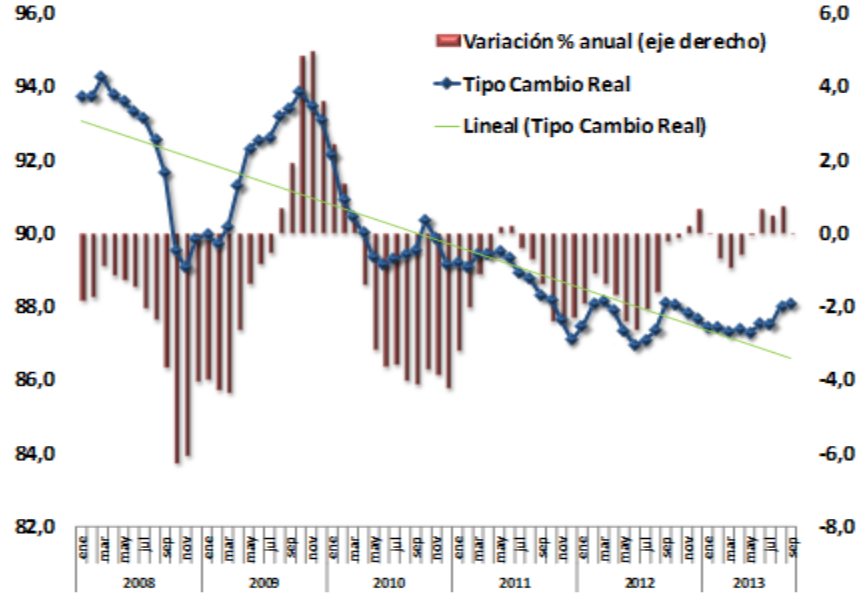
Gráfico 3.4.
CARD: Reservas Internacionales Netas y Operaciones de Neutralización Monetaria. En Millones de US$.



Fuente: SIMAFIR/SECMCA.

El incremento de las reservas internacionales netas ha permitido neutralizar, al menos en parte, el impacto hacia la baja que podrían haber tenido los flujos de capital sobre los tipos de cambio nominales en la región. Sin embargo, el índice promedio ponderado de tipo de cambio efectivo real regional, reporta una clara tendencia hacia la apreciación a lo largo de los últimos años, pese a que en algunos breves períodos de tiempo ha registrado ciclos de depreciaciones.

Gráfico 3.5
CARD: Tipo de Cambio Efectivo Real. Índice y variaciones porcentuales

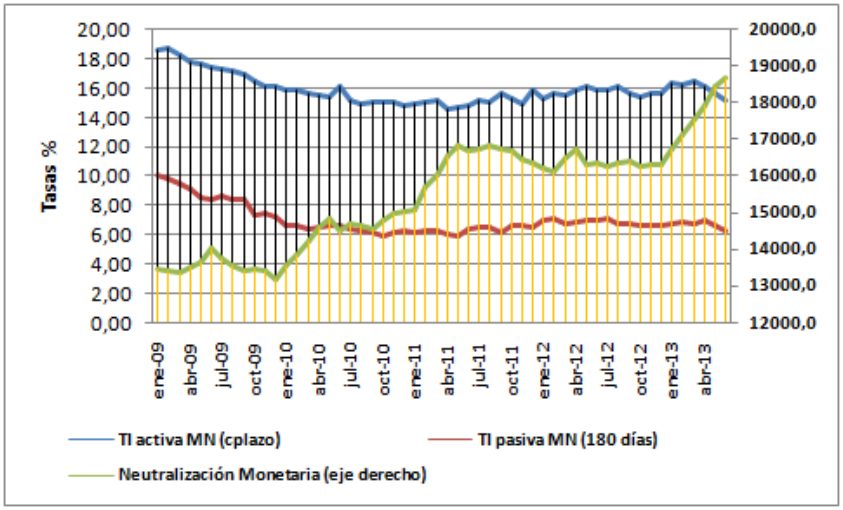


Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR (SECMCA).

Este comportamiento, sin duda, tiene también relación con los retos que enfrentan los países de la región sobre la discutida y poco consensuada agenda de mayor flexibilidad cambiaria, la que si bien podría facilitar la resistencia a algunos choques macroeconómicos, puede incrementar los riesgos inflacionarios derivados del marcado y rápido traspaso de los precios de los bienes y servicios importados a los precios al consumidor.

Como ya se mencionó, para neutralizar el efecto en la liquidez doméstica derivado de esa acumulación de reservas, los bancos centrales han tenido que incrementar significativamente las operaciones de neutralización monetaria. No obstante, esta mayor acumulación de pasivos por parte de los bancos centrales no se ha traducido en incrementos significativos en la tasa de interés. Tal y como se aprecia en la gráfica siguiente, en los últimos tres años se ha registrado una estabilidad en las tasas promedio de interés activas y pasivas en moneda nacional en la región:

Gráfico 3.6.
CARD: Reservas Internacionales Netas y Operaciones de Neutralización Monetaria.
En Millones de US$.

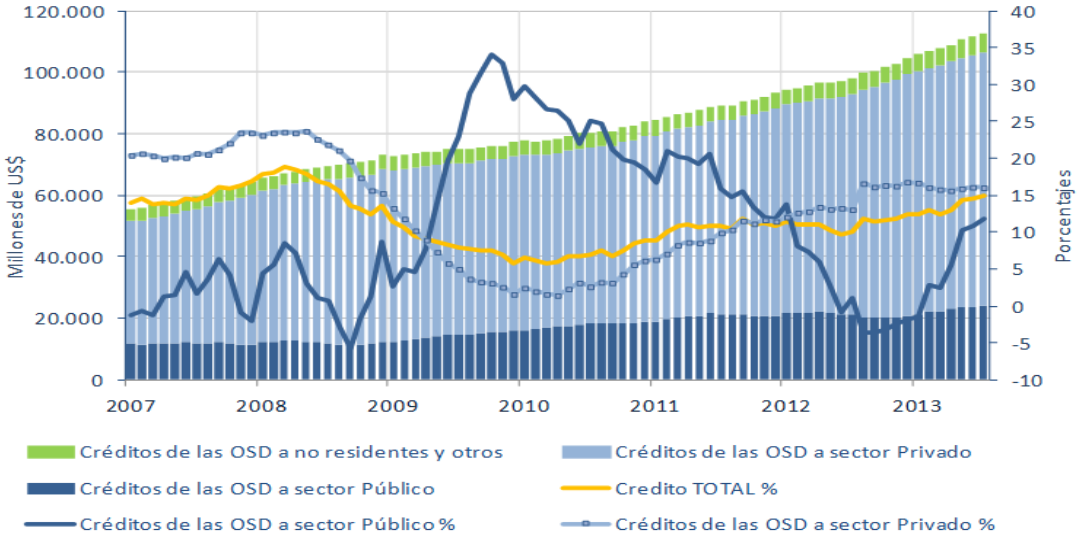


Nota: excluye para el caso de las tasas de interés la información de El Salvador.
Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR (SECMCA).

Sin embargo, esta situación plantea un importante reto para la política monetaria y cambiaria. Los bancos centrales de la región, algunos en mayor medida que otros, se enfrentado ante la disyuntiva entre alcanzar menores niveles de inflación y no deteriorar significativamente la competitividad de sus economías al aceptar una mayor apreciación de los tipos de cambio. Eventualmente, las presiones inflacionarias podrían resurgir como consecuencia de la expansión en los balances de los bancos centrales (como en el caso de los EE.UU.). A la larga, y en una coyuntura donde las condiciones financieras internacionales sean menos favorables, el ajuste al alza de los tipos de cambio y las tasas de interés, podrían entrar en conflicto con los objetivos de mantener una inflación baja y estable en un ambiente favorable para el crecimiento económico.

Finalmente, cabe destacar que la presencia de un mayor nivel de liquidez externo parece que no ha impactado significativamente en el comportamiento del crédito en la región. En efecto, el crecimiento del crédito total se ha mantenido en los últimos dos años entre 10% y 15%, tal como se aprecia en la gráfica siguiente, y a grandes rasgos en línea con la expansión nominal de las economías:

Gráfico 3.7
CARD: Crédito total del Sistema Bancario al Sector Privado y al Sector Público. En millones de US$ y tasas de crecimiento.



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR (SECMCA).

3.4 Comentarios finales

La región deberá enfrentar una serie de retos que, en buena parte, siguen teniendo su origen en la coyuntura prevaleciente en al ámbito internacional. Por ejemplo, las condiciones económicas y financieras internacionales todavía producen altos niveles de incertidumbre. En particular, el bajo crecimiento económico global (a pesar de los esfuerzos de las principales economías desarrolladas por promover la reactivación) y el todavía lento desapalancamiento de algunos bancos importantes en la Zona del Euro plantean un escenario todavía muy frágil para sostener una recuperación fuerte y sostenida de la economía mundial.

Adicionalmente, la relativa indefinición que ha prevalecido en las políticas monetaria y fiscal de los EE.UU. ha introducido alguna volatilidad en los mercados financieros que perjudica sensiblemente la formación de expectativas, tanto para los agentes económicos como para los diseñadores de políticas públicas en los países en desarrollo.

Mientras, en el plano regional los bajos niveles de crecimiento económico e inflación podrían plantear nuevos horizontes para la política monetaria y el accionar de los bancos centrales. En algunos países (Costa Rica y Nicaragua, por ejemplo) se ha fortalecido la discusión relacionada con los objetivos y el grado de autonomía que éstos deberían tener.

En todo caso, el principal reto para las autoridades económicas consiste en lograr la mezcla correcta de políticas para enfrentar un ambiente externo menos favorable sin

sacrificar tanto la estabilidad macroeconómica como la política. Lo anterior conlleva la necesidad de alcanzar una mayor coordinación entre las políticas monetaria y fiscal, establecer claramente el papel que, junto con éstas, debería tener la política macroprudencial y, eventualmente, crear más espacio para la coordinación entre los países de la región.