

financiamiento a las economías emergentes, y en particular para América Latina, se ha estabilizado e incluso ha sido positivo. En los primeros meses del año, Brasil, Colombia y Perú emitieron bonos globales con rendimientos entre 6,1 y 7,5 por ciento. Asimismo, información al primer trimestre muestra un incremento de los flujos de préstamos sindicados a las corporaciones de América Latina con relación al trimestre previo.

Los *spreads*, medidos a través de los EMBIG, acentuaron su tendencia a la baja en los últimos meses con una disminución de 193 pbs. entre marzo y mayo, observándose, en dicho periodo, reducciones superiores a los 90 pbs. en todos los países.

Adicionalmente, las monedas se fortalecieron respecto al dólar, siguiendo la tendencia mundial y en respuesta a una menor aversión al riesgo que también se reflejó en la mejora de las bolsas emergentes. Las mayores apreciaciones se observaron en el peso colombiano y en el real brasilero. La mayoría de monedas y de bolsas, sin embargo, aún registran pérdidas respecto a los niveles de agosto de 2008.

**CUADRO 3**  
**AMÉRICA LATINA: TIPOS DE CAMBIO E ÍNDICES BURSÁTILES**

		Tipo de cambio (unidades monetarias por US\$)					Var. % acum. resp. a		
		Dic. 07 (1)	Ago. 08 (2)	Dic. 08 (3)	Mar. 09 (4)	May. 09 (5)	Mar. 09 (5)/(4)	Dic. 08 (5)/(3)	Ago. 08 (5)/(2)
BRASIL	Real	1,779	1,629	2,313	2,317	1,971	-14,9	-14,8	21,0
ARGENTINA	Peso	3,170	3,063	3,530	3,788	3,808	0,5	7,9	24,3
MÉXICO	Peso	10,89	10,28	13,81	14,18	13,13	-7,4	-4,9	27,7
CHILE	Peso	498	513	636	582	561	-3,6	-11,7	9,5
COLOMBIA	Peso	2 017	1 936	2 246	2 543	2 061	-19,0	-8,2	6,5
PERÚ	Nuevo Sol	2,999	2,952	3,136	3,158	2,963	-6,2	-5,5	0,4
PERÚ	N. Sol por Canasta	0,559	0,556	0,555	0,551	0,546	-0,9	-1,6	-1,9
		Índices Bursátiles					Var. % acum. resp. a		
BRASIL	Bovespa	63 886	55 680	37 550	40 926	53 189	30,0	41,6	-4,5
ARGENTINA	Merval	2 152	1 777	1 080	1 126	1 587	40,9	47,0	-10,7
MÉXICO	IPC	29 537	26 291	22 380	19 627	24 332	24,0	8,7	-7,5
CHILE	IGP	14 076	13 776	11 324	11 862	14 684	23,8	29,7	6,6
COLOMBIA	IGBC	10 694	9 375	7 561	8 023	9 263	15,5	22,5	-1,2
PERÚ	IGBVL	17 525	13 287	7 049	9 238	13 392	45,0	90,0	0,8

Fuente: Bloomberg y Reuters.

#### RECUADRO 1

#### FED: POLÍTICA MONETARIA Y LOS EFECTOS SOBRE EL BALANCE DEL BANCO CENTRAL

La política de estímulo monetario que viene realizando la FED ha sido hasta la fecha favorable y ha logrado restaurar la liquidez de las instituciones financieras y restablecer el funcionamiento de algunos mercados de créditos. Sin embargo, estas medidas han tenido un fuerte impacto sobre el





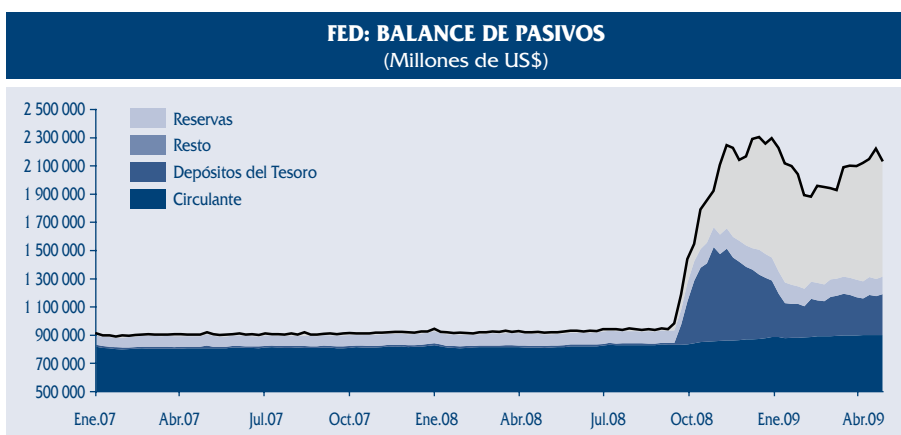
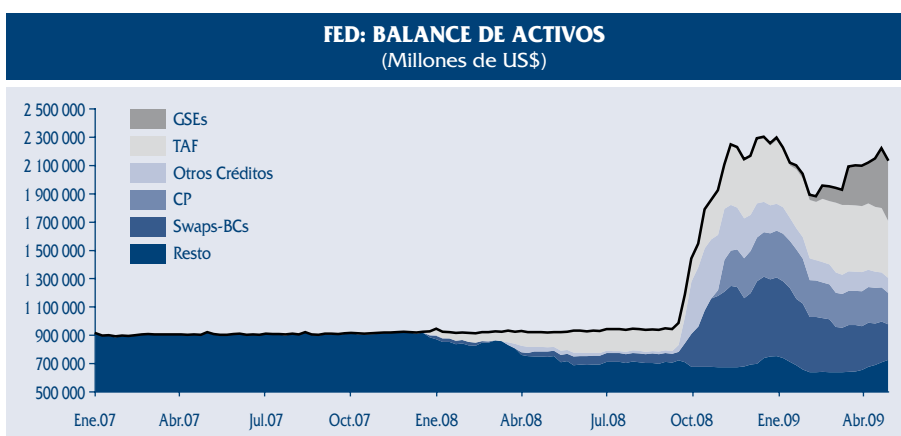
balance de la FED. Al cierre de abril de 2009, el balance de activos (o pasivos) de la FED se ha elevado de US\$ 902 mil millones (nivel previo a la crisis, al 8 de agosto de 2007) a US\$ 2 143 mil millones, es decir, un incremento de más de US\$ 1 billón.

<b>FED: BALANCE DE ACTIVOS Y PASIVOS</b> Miles de millones de US\$ (promedios diarios)			
	8 Ago. 07	29 Abr. 09	Diferencia
<b>Créditos</b>	<b>851</b>	<b>2 088</b>	<b>1 237</b>
Títulos del Tesoro	791	543	-248
Títulos de las GSE (Hipotecas y derivados)	0	434	434
Subastas de créditos a plazo (TAF)	0	404	404
Otros créditos	19	105	86
Créditos (primario, secundario, redesc, dealers/brokers)	19	50	31
Créditos para Papeles Comerciales	0	3	3
Créditos ABS (TALF)	0	6	6
AIG	0	44	44
Portafolio de tenencias de Papeles Comerciales	0	223	223
Otros portafolios (Maiden Lane)	0	72	72
Líneas <i>swap</i> con BC extranjeros	0	250	250
Resto, otros créditos	41	57	16
<b>Oro</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>0</b>
<b>Otros activos</b>	<b>41</b>	<b>44</b>	<b>4</b>
<b>Total activos</b>	<b>902</b>	<b>2 143</b>	<b>1 241</b>
Billetes y monedas en circulación	813	902	89
Encaje	5	827	822
Depósitos distintos de encaje (Tesoro y otros)	12	291	279
Otros	72	123	51
<b>Total pasivos</b>	<b>902</b>	<b>2 143</b>	<b>1 241</b>

Fuente: Bloomberg y FED.

El incremento del balance de activos, como se puede observar en el cuadro, se explica básicamente por las nuevas líneas de liquidez de corto plazo a la banca y a los bancos centrales extranjeros (subastas de créditos a plazos y las líneas *swaps* a los bancos centrales extranjeros), los créditos otorgados para comprar papeles comerciales (CP) y la compra de títulos de las agencias (hipotecas y sus derivados). Dado el reciente funcionamiento de las líneas de créditos para los ABS (títulos respaldados por activos), las magnitudes de estas líneas de créditos son aún muy reducidas (se espera niveles similares a la de los CP). Por otro lado, el rubro de Bonos del Tesoro ha disminuido significativamente, básicamente por la extensión de los colaterales exigidos por la FED a otros activos aparte de los usuales bonos del Tesoro. Con el reciente programa de compras de títulos del Tesoro, esta cuenta debería experimentar una recuperación.

Por el lado de los pasivos, el incremento más importante lo explica el balance de reservas (encajes), con más de US\$ 800 mil millones de incremento. Destaca además el menor incremento relativo registrado por el rubro de Monedas en Circulación.

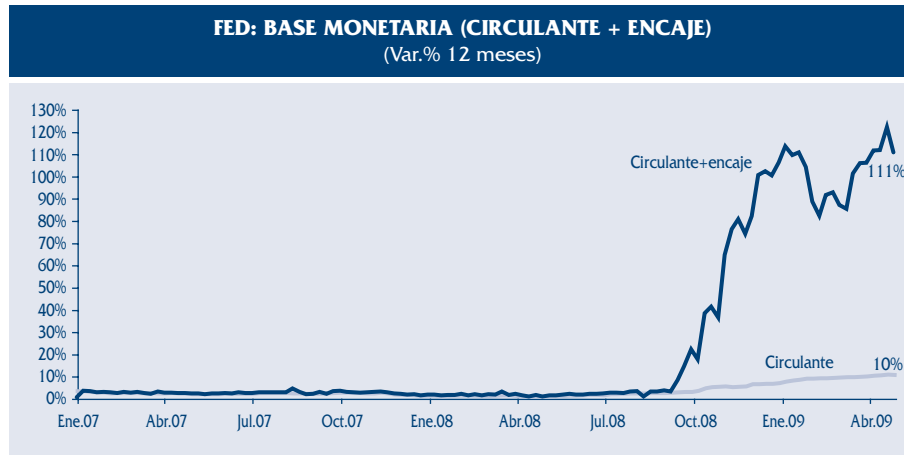


Este fuerte crecimiento del balance de la FED ha generado incertidumbre respecto a si las medidas son inflacionarias y por otro lado, a la forma como se implementaría la estrategia de salida necesaria (de reversión de las medidas) cuando las condiciones de los mercados lo exijan.

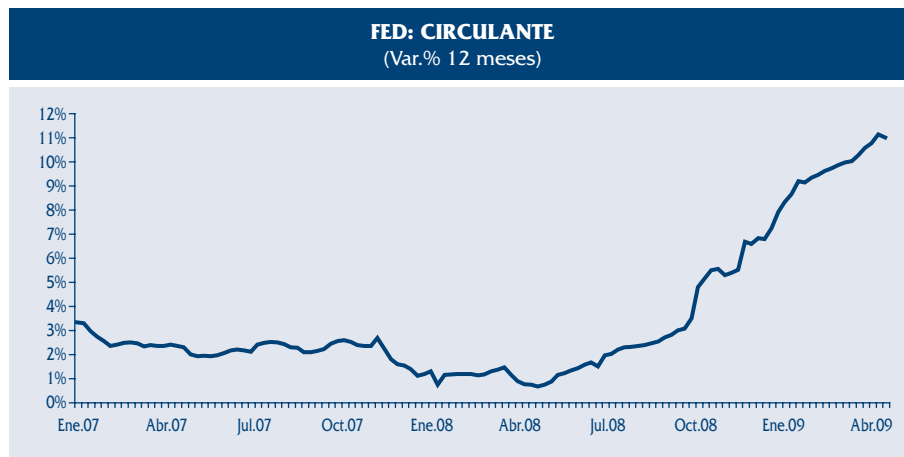
En primer lugar, no hay consenso entre los especialistas de que, en el contexto actual de colapso de los principales mercados de créditos, las medidas puedan ser inflacionarias.

Por un lado, el fuerte incremento del balance estaría compensando el proceso de desapalancamiento de las principales instituciones financieras y las restricciones crediticias en los mercados de capitales. Más aún, se indica que las medidas de la FED no serían inflacionarias porque las instituciones financieras no estarían prestando los fondos. Ello se estaría reflejando en el fuerte incremento del rubro de reservas en la FED (que también podría reflejarse en la caída de la velocidad del dinero o el ratio PBI/M2). Esta imposibilidad de la banca de realizar préstamos se explica básicamente por los activos tóxicos presentes en sus balances. En la medida que los activos permanezcan allí, el multiplicador bancario se mantendría inoperativo.





Sin embargo, también genera incertidumbre el fuerte incremento del rubro “circulante”, que pasó de tasas de crecimiento de 2,5 por ciento a niveles actuales de alrededor de 10 por ciento, de acuerdo con el último reporte del balance de la FED.



Asimismo, si bien hay un consenso general respecto a que las medidas actuales de la FED implican una política monetaria de “*quantitative easing*”, es claro que no existe una meta cuantitativa formal. La FED estaría buscando una meta cualitativa, la de mejorar las condiciones crediticias de los mercados y el tratar de reducir las tasas de financiamiento para consumo y negocios, y en particular, las tasas de largo plazo. En este sentido, cabe destacar que la misma FED ha indicado que la expansión de su balance significa un “*credit easing*” en vez del tradicional “*quantitative easing*”, y cuyo éxito implicaría la reducción de los *spreads* crediticios y la disponibilidad del financiamiento.

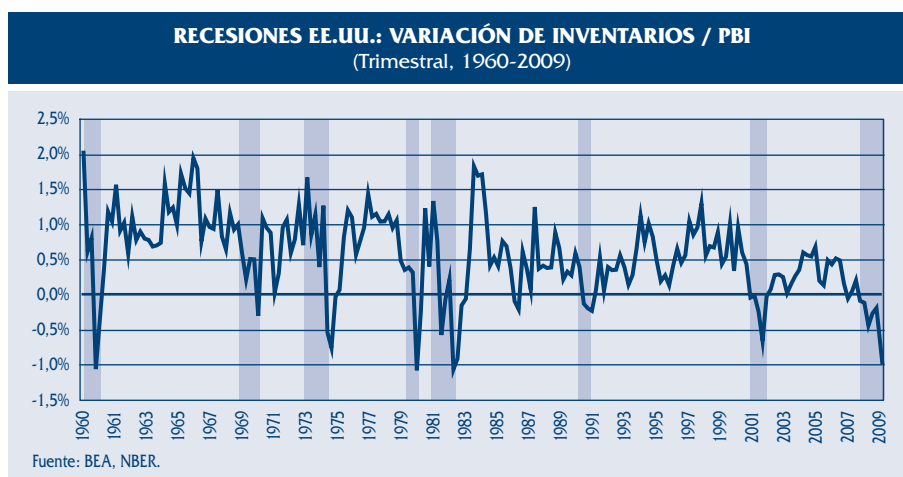
En segundo lugar, también hay un consenso respecto a que, una vez que las condiciones de los mercados crediticios se restablezcan, será necesaria una estrategia de reversión de todos los programas que han sido implementados por la FED.

Por el lado de los activos, los de corto plazo no generarían ningún problema dado su vencimiento. Sin embargo, sí podrían generarse problemas con los créditos de largo plazo y de carácter *nonrecourse* (cuando la obligación del deudor de repagar el financiamiento sólo está garantizada por el colateral, básicamente en el caso del TALF), y con las facilidades de compras de títulos del Tesoro y activos hipotecarios de largo plazo. La FED se vería limitada en vender estos títulos (ante las potenciales pérdidas en el valor de los activos), por lo que requeriría que el gobierno emitiera títulos para realizar operaciones de mercado abierto que le permitan retirar el exceso de reservas cuando sea necesario.

## RECUADRO 2 EL CICLO DE INVENTARIOS Y EL CICLO ECONÓMICO

El cambio en los inventarios, que se evidencia de manera generalizada en casi todos los rubros de la actividad económica y en las distintas regiones del mundo, tiene particular atención de los analistas, debido al importante rol que vienen registrando en el presente ciclo económico y que ha determinado que una de las menciones más frecuentes por el mercado sea ahora *destocking* o caída de inventarios.

Este fenómeno no es nuevo, hay evidencia de que en ciclos económicos anteriores, durante las recesiones, la caída de inventarios ha estado presente en la reducción del PBI, a pesar de que los inventarios representan generalmente un porcentaje relativamente bajo de la producción. Ello se puede observar en el gráfico siguiente para el caso de EE.UU.



En las últimas décadas, los avances tecnológicos, particularmente los relacionados a la información, han propiciado significativas mejoras en el manejo de inventarios de las empresas, las que han pasado del criterio *“just in case”* al de *“just in time”*. En este sentido se podría haber esperado que

