

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





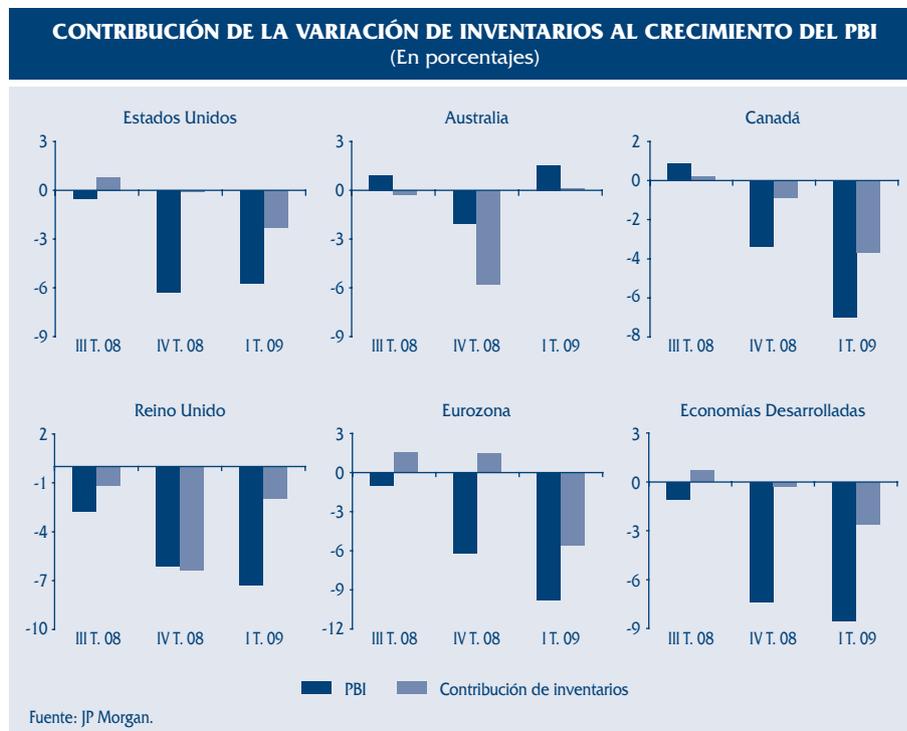
el ciclo de inventarios pudiera haber contribuido menos o haber moderado la caída del producto, tal como por ejemplo se demuestra para el caso de EE.UU. en las dos recesiones previas.

INVENTARIOS Y RECESIONES EN EE.UU. (En porcentajes)			
Episodios de recesión	Cambio del PBI real desde el inicio al final del episodio	Cambio en el PBI debido a inventarios	Cambio en el PBI debido a ventas finales
1952-53 hasta 1981-82	-2,0	-1,4	-0,6
1990-91	-1,3	-0,8	-0,5
2001	0,3	-0,7	1,1

Fuente: Is the Business Cycle Still an Inventory Cycle? J. Piger; Economic Synopses, 2005, N°2. St. Louis Fed.

Sin embargo, para la presente recesión, particularmente en el primer trimestre de 2009, se observa que la contribución de los inventarios en la caída del producto se ha incrementado, determinando que para muchas empresas de gran envergadura mundial, el proceso y el efecto del “destocking” no tenga precedente, desde la industria automotriz, pasando por la de químicos y la de empresas de ventas minoristas, entre otras.

Así, en el gráfico siguiente, se puede apreciar el importante impacto que el ajuste de inventarios ha venido teniendo en los últimos trimestres en la caída del producto de muchos países, proceso que ha sido generalizado a nivel mundial.



Detrás de ello se encuentra la gravedad de la actual crisis que, como se ha venido señalando, es la mayor después de la Gran Depresión de los años 30. El canal crediticio ha tenido un rol preponderante, particularmente en las economías desarrolladas, y el colapso del comercio mundial, que registraría una caída por primera vez desde 1982 y en una magnitud sin precedentes (11 por ciento, según el FMI), han afectado también de manera especial al ciclo de inventarios de las economías emergentes.

La posición financiera y el patrimonio de los consumidores, de las empresas y del sistema financiero se encuentran bajo gran presión en el mundo. El sector privado se ha visto obligado a reducir su deuda y el ajuste de inventarios es parte de dicho proceso, profundizando el ciclo económico que venía de un largo periodo de *boom*, en el que el gasto de consumo había sido particularmente importante y ahora se ha visto drásticamente reducido por el ajuste crediticio ("*credit crunch*").

Existe expectativa de que el proceso de ajuste de inventarios mundial será menor en los siguientes meses, y que para muchas industrias ya pueda significar un impacto positivo en la producción. El mercado espera que ello coadyuve, junto a los paquetes de estímulo fiscal (para compensar el ajuste del sector privado) y a la reanudación del proceso de apalancamiento del sistema financiero (y por lo tanto la restauración del canal crediticio), a estimular la demanda mundial en el segundo semestre del año.

