

La actual crisis global en el espejo de la Gran Depresión: Un análisis histórico para el mundo y el Uruguay

Setiembre, 2009

Resumen

La actual crisis mundial es la crisis económico-financiera más severa desde la Gran Depresión, la debacle económica más profunda y devastadora de la historia moderna. Su comparación se hace inevitable por ser la referencia del peor acontecimiento económico. En este trabajo, se hace un análisis histórico entre ambos episodios, reconstruyendo la experiencia de los años treinta y estableciendo los errores y las lecciones aprendidas en aquellos años para afrontar la crisis actual. También se analiza lo ocurrido en los últimos dos años, haciendo un paralelismo con lo vivido en los años treinta.

Si bien existen ciertas similitudes espectaculares, ambas realidades no parecen comparables. Pese a que la actual recesión ha sido larga y profunda, no ha reproducido las condiciones que nos hagan experimentar una nueva Gran Depresión, al menos hasta ahora. Por tanto, las consecuencias tampoco son asimilables.

Los signos de recuperación experimentados en los últimos meses nos permiten confirmar que nos desviamos de aquella nefasta trayectoria. En parte, se debe a la respuesta decisiva y coordinada de las autoridades de todo el mundo.

En el Uruguay, los impactos tampoco son comparables. En la crisis actual, la posición de nuestro país era mucho más sólida que en el pasado para enfrentar la crisis, y los efectos exógenos no fueron tan duraderos como en los años treinta, pese a su intensidad. Mientras aquella crisis implicó un quiebre y un cambio profundo en la historia económica del país, la actual no hizo más que confirmar el adecuado rumbo adoptado.

Gracias a las lecciones de la historia, parece haberse evitado lo peor del pasado, tanto en el mundo como en el Uruguay.

Índice

I.	Introducción.....	1
II.	Análisis de la Gran Depresión (años treinta).....	2
III.	Análisis comparativo de la Gran Recesión (crisis actual).....	22
IV.	Lecciones Históricas	43
V.	Las crisis en el Uruguay	45
VI.	Conclusiones	58
	Referencias.....	59
	Anexos.....	62

I. Introducción

En el año 2003 Robert Lucas¹ sostuvo, en el discurso inaugural de las jornadas anuales de la Asociación Económica Americana, que “el problema central de la prevención de la depresión ha sido resuelto en términos prácticos”. Un año más tarde, el 20 de febrero de 2004, Ben Bernanke, en aquel entonces Gobernador de la Reserva Federal (Fed), compartió dicho optimismo en un conocido discurso titulado “The Great Moderation”, donde señalaba que Estados Unidos había reducido la volatilidad de sus variables macroeconómicas (fundamentalmente P.B.I. e inflación) en los últimos 20 años. Lo que jamás imaginó el propio Ben Bernanke fue que tan sólo cuatro años después Estados Unidos estaría al borde de caer en el abismo de una segunda Gran Depresión.

Pero la realidad siempre pone a prueba los pensamientos y las teorías. El mundo entero vivió con sorpresa y pánico el recrudecimiento de la crisis en setiembre y octubre de 2008. La profundidad y rápida propagación de la crisis desde el colapso de Lehman Brothers despertaron los temores más temibles: repetir la Gran Depresión de los años treinta.

¿Fueron reales esos temores? ¿Nos amenazó un cataclismo económico tan devastador?

El propósito de este trabajo es contribuir al entendimiento de la historia y del presente, buscando dar respuesta a estas interrogantes. Pese a que la Gran Depresión fue hace mucho tiempo, su influencia persiste hasta el día de hoy, fundamentalmente en las autoridades bancocentralistas. La devastadora experiencia ayudó a formar un consenso sobre la responsabilidad que tienen los gobiernos de estabilizar la economía y el sistema financiero.

Por eso, en la primera parte se analiza lo que ocurrió verdaderamente en aquellos años del siglo anterior, para poder compararlo con la actual crisis financiera. Para ello, consideramos adecuado analizar los distintos aspectos de acuerdo a: antecedentes, origen, causas, factores que propagaron y profundizaron la crisis, la transmisión internacional, consecuencias, el comienzo de la recuperación, las medidas adoptadas y sus resultados.

En la segunda parte se realiza un análisis comparativo con la crisis actual, utilizando como base los mismos factores considerados para la Gran Depresión.

En tercer lugar, se destacan algunas lecciones que las dos crisis nos han dejado, que se desprenden del análisis anterior.

En cuarto lugar, se analizan los impactos de ambas crisis en nuestro país.

Por último, se establecen las conclusiones finales.

Además, se incluye información relevante y cuadros comparativos en la sección final, en forma de Anexos, buscando facilitar el análisis del trabajo.

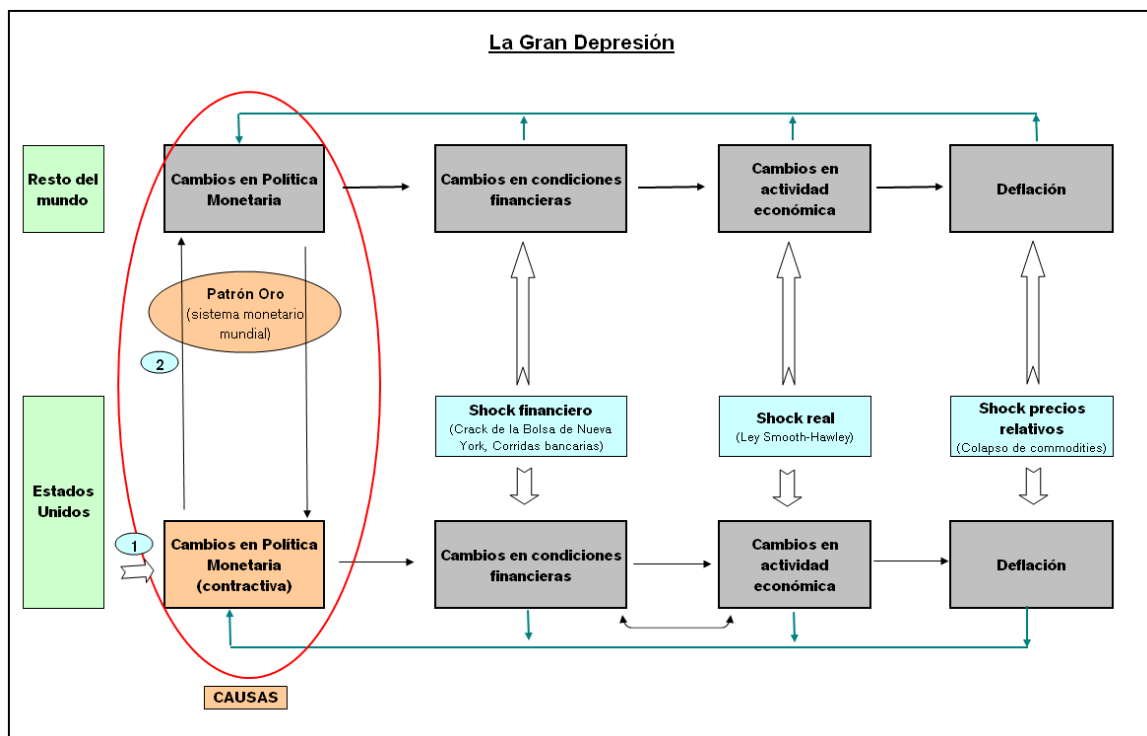
¹ Profesor de la Universidad de Chicago y ganador del Premio Nobel de Economía en 1995.

PARTE A: Las crisis en el contexto internacional

Las dos crisis se enmarcan como las dos crisis más profundas y dramáticas de la historia económica moderna. Un factor importante es que la economía de Estados Unidos es el epicentro de las dos crisis, la principal potencia económica tanto en los años treinta como en la actualidad. Debido a su poderío, una contracción de gran magnitud en su economía garantiza un impacto de magnitud global, amplificando los problemas y las consecuencias, tal como sucedió.

II. Análisis de la Gran Depresión (años treinta)

La depresión mundial de los años treinta fue un evento económico sin precedentes. No ha habido una contracción de esa magnitud y duración ni antes ni después de la misma. Fue una falla única de la economía industrial (Temin).



a) Antecedentes

Pese a que Estados Unidos emergió de la Primera Guerra Mundial como la principal economía industrial, y gozó de una importante expansión en los años veinte, sus efectos alcanzaron la economía americana de diversas maneras. La guerra fue un shock muy poderoso que desestabilizó la economía mundial².

En primer lugar, marco un cambio entre los deudores y acreedores a nivel internacional. Estados Unidos pasó de ser un deudor neto de aproximadamente 3.5 billones de dólares en 1914 a ser acreedor de 7 billones de dólares tres años después (se convirtió en el

² La Guerra provocó que se rompiera el equilibrio económico, basado en el patrón oro. Además, entre los años 1919 y 1921 muchos países sufrieron serias recesiones.

principal prestamista). Las deudas de Inglaterra para financiar la guerra explicaron gran parte de este cambio. Nueva York desplazó a Londres como el mayor prestamista en los mercados financieros mundiales (era una clara pérdida de la hegemonía europea).

En segundo lugar, después de la guerra y más de 5 años de inestabilidad posteriores, el patrón oro fue reestablecido como sistema monetario internacional en 1925. Sin embargo, el revivido sistema inducía a la deflación en vez de a la devaluación como remedio al déficit en moneda extranjera, generando más presión en los países deficitarios a contraerse que en los países superavitarios a expandirse (Temin).

Por último, la agricultura americana, que fue sumamente próspera durante la guerra debido a las exportaciones a Europa, sufrió los efectos deflacionarios. Cuando terminó la guerra, cayó la demanda militar por los productos agropecuarios y se recuperó la oferta europea, lo que produjo una caída en la demanda de los productos americanos, resultando en una caída lenta pero prolongada en los precios durante la década de 1920.

Pese a que Estados Unidos salió fortalecido de la Primera Guerra Mundial e inició una década de prosperidad, la distribución del ingreso cayó durante toda la década de 1920 (alcanzando su pico al comienzo de la Gran Depresión), debido a la caída prolongada en los precios agrícolas y al aumento de los productos manufacturados.

Durante los años veinte se observaron rápidas tasas reales de crecimiento en diversos países (con la gran excepción de Inglaterra), pese a que la prosperidad y el crecimiento fueran más estables en Estados Unidos. Durante esta década, también se vio una tenue deflación. Muchos atribuyen la prosperidad de ésta década a la recuperación de la guerra y a la proliferación de nuevas tecnologías en diversas industrias como la de automóviles, radios y teléfonos. Esta prosperidad se reflejó en el gran aumento del consumo de los americanos, en la expansión del crédito, e incluso en las inversiones en la bolsa de valores.

La recuperación del comercio mundial (influenciado por el fin de las restricciones de la guerra), el restablecimiento de los movimientos de capitales internacionales luego de estabilizarse las monedas de los principales países beligerantes, y las importantes inversiones americanas en Europa (especialmente Alemania) y América Latina jugaron un importante rol en expandir la prosperidad mundialmente³.

b) Origen (evento desencadenante)

Existe un consenso general que la fase inicial de la contracción comienza con la caída de la actividad económica a mediados de 1929, unos meses previos al crac de la bolsa de Nueva York. Esta caída no parecía el comienzo de una gran depresión, ya que era similar a los episodios de 1907 y 1921. Muchos investigadores económicos y economistas coinciden con el argumento formulado por John Maynard Keynes en 1930, el cual establecía que la caída reflejaba los efectos de la política monetaria contractiva formulada por la Reserva Federal. La subida de las tasas de interés en 1928 y 1929 constituía un intento para contrarrestar lo que la Fed consideraba un boom especulativo en los precios de las acciones, que venían subiendo desde 1926. Los economistas siempre han debatido si la espectacular subida de los precios accionarios operados en la bolsa de Nueva York constituía una burbuja especulativa. El debate sigue abierto.

³ Entre 1921 y 1929, Estados Unidos invirtió 8.500 millones de dólares en el extranjero. Los flujos de capitales americanos eran la pieza clave de la economía mundial.

La política monetaria contractiva en 1928 no parecía justificada por el entorno macroeconómico. Sin embargo, la Fed creyó que podía restringir el crédito a Wall Street sin impactar el resto de la economía, pero se equivocó. La contracción del crédito fue lo suficientemente severa para explicar gran parte de la caída en la producción y en los precios durante la primera fase de la depresión (Temin, pp.5).

El Banco de Inglaterra también falló al considerar que podía usar la política monetaria para preservar el valor de la libra sin afectar la economía doméstica.

c) Factores que propagaron y profundizaron la crisis

El shock inicial no fue lo suficientemente fuerte para causar la profunda y larga depresión. No existían signos de que la economía americana estaba en una situación tan frágil que las tasas de interés al 6% produjeran una debacle.

Por ello, pueden ubicarse una serie de shocks adicionales que prolongaron y aceleraron la contracción, conduciendo a Estados Unidos a la Gran Depresión. Si bien es difícil considerar cada uno de estos efectos en forma independiente, ninguno de estos por sí solo explica la depresión americana, pero indudablemente la conjunción de estos hechos a lo largo del tiempo condujo a la debacle. Los principales fueron:

- *El crac de la bolsa de Nueva York (Octubre 1929)*

Contra la creencia popular, no fue la caída espectacular de la bolsa de Nueva York la responsable de la depresión económica. Como se ha observado a lo largo del tiempo, la bolsa ha tenido ciclos alcistas y bajistas muchas veces sin producir un cambio tan drástico en el producto. El ejemplo más claro es el crac de la bolsa de 1987 de Estados Unidos, donde casualmente la bolsa cayó en las mismas proporciones en prácticamente los mismos días. Pese a haber mayor interconexión en las bolsas mundiales en 1987 que en 1929, el mundo no sufrió una contracción económica.

Como sostiene Temin (pp.7), la historia ha demostrado que “los crac de los mercados de acciones no son eventos suficientemente grandes para iniciar una depresión”. Por eso, se puede afirmar que este no fue un evento independiente que provocó la debacle. Probablemente, la caída del mercado bursátil hubiera conducido a la economía americana a una recesión menor, como una de las tantas que se han observado a lo largo de la historia.

Esto no significa que el crac de la bolsa no haya tenido efectos, sino por el contrario contribuyó a incrementar los problemas debido a su mecanismo de propagación, ya que facilitó la forma de comunicar la política monetaria a la economía real. Sus impactos fueron muy claros: redujo el patrimonio de los americanos en un 10% (aproximadamente), incrementó el grado de apalancamiento de los consumidores (la relación deudas/activos) y aumentó la incertidumbre sobre las perspectivas futuras. Esto deprimió el consumo de los americanos, particularmente la demanda por bienes durables, lo que explica parte de la brutal caída del consumo en 1930, y debilitó la confianza (tanto al consumidor como empresarial).

- *El colapso mundial de los precios de los commodities (fines 1929)*

Sobre fines de 1929, cuando se producía el crac de la bolsa de Nueva York, los precios de las materias primas y productos agropecuarios comenzaron a caer en forma pronunciada, pese a que la tendencia a la baja se había iniciado hacía tiempo. Kindleberger considera la caída en el precio de los commodities uno de los principales canales sobre los que se transmitió la deflación⁴ (desde los precios de las acciones a los precios de los commodities y al valor reducido de las importaciones).

Los precios de las materias primas y productos agropecuarios bajaron a lo largo de la década de 1920, como respuesta al exceso de producción durante y después de la Primera Guerra Mundial. Como la producción superaba la demanda, se generó una importante acumulación en los inventarios.

La caída de precios generó efectos diversos en los países. Los países cuyas exportaciones se basaban en productos agropecuarios y minerales (como el Uruguay), la caída de precios fue desastrosa. La devaluación de la moneda fue la respuesta más común de estos países. Por el contrario, para los países importadores la caída de precios tuvo un efecto positivo. Al interior de Estados Unidos también los efectos fueron dispares, mientras que los granjeros se perjudicaron, el resto de la economía se benefició. El efecto general fue una reducción en las presiones inflacionarias, y un aumento en la oferta real de dinero.

- *La Ley Smooth-Hawley (Junio de 1930)*

“Como un puñado de escritores han señalado, la depresión mundial y la Ley Arancelaria Smoot-Hawley están brutalmente relacionadas una con la otra, la última siendo no sólo la primer manifestación sino una principal causa de la prolongación y el agravamiento de la primera” (Jones, 1934, pp.2). Desde los primeros estudios, realizados en aquellos tiempos, se ha sostenido que la suba arancelaria impuesta a través de esta ley fue la principal causa de la Depresión en Estados Unidos, reforzando el argumento popular. Los impuestos sobre las importaciones pasaron de ser 39% en 1929 a 52% en 1931.

La severidad de la caída inicial del ciclo económico generó un impulso proteccionista, fundamentalmente de productores agropecuarios y pequeñas empresas industriales golpeados por productos importados, que lograron poner sus reclamos en la esfera política. Ya en la campaña política por las elecciones presidenciales en 1928, Herbert Hoover establecía su posición proteccionista, hecho que contribuyó a su reelección como presidente.

Sin embargo, historiadores contemporáneos como Einchengren (1986) y Temin (1994), entre otros, han puesto en duda el rol central de esta ley en la depresión. La suba arancelaria provocó en los Estados Unidos una sustitución de la demanda de productos extranjeros por productos nacionales (en aquellos productos alcanzados por los aranceles), lo que constituyó una política expansiva.

Esto afectó a los países que exportaban a los Estados Unidos, lo que motivo a otros países a tomar medidas similares como represalia. La ley provocó que se redujeran las

⁴ Kindleberger argumenta que pese a que los precios sólo redistribuyen el ingreso, su efecto es asimétrico, ya que los que pierden ingresos se ven forzados a disminuir el consumo, mientras que los que aumentan sus ingresos no aumentan el consumo en la misma proporción.

exportaciones americanas debido a medidas proteccionistas tomadas como respuesta. Pese a todo, los efectos no fueron tan importantes. Las exportaciones americanas, que en 1929 representaban el 7% del PBI, cayeron 1.5 puntos porcentuales del PBI de ese año en 1930 y 1931. Sin embargo, hay que considerar varios aspectos. Primero, esa caída no puede atribuirse en su totalidad a las medidas tomadas como respuesta de la ley americana, ya que había una importante caída en la demanda mundial. Segundo, si en esos años la caída del PBI real fue de 15% anual, la caída de las exportaciones representó una parte menor. Por último, hay que tener en cuenta que parte de la caída de exportaciones fue compensada con el aumento de la demanda doméstica.

Más allá de no haber consenso entre historiadores económicos sobre si los efectos en Estados Unidos provocaron una expansión o una contracción en conjunto, esta ley proteccionista, además de haber creado ineficiencias, generó un movimiento proteccionista en distintas partes del mundo. Los efectos macroeconómicos contribuyeron a la caída en el comercio mundial, que se complementaron con los impactos indirectos sobre la estabilidad del sistema monetario internacional y sobre la eficiencia de los mercados de capitales mundiales.

- *La “primer crisis bancaria” en palabras de Milton Friedman y Anna Schwartz. (Diciembre 1930)*

El principal mecanismo de propagación identificado por Friedman y Schwartz en la depresión americana se relaciona con las corridas bancarias. Sitúan la primera de las crisis bancarias en diciembre de 1930, con la quiebra del Banco de Estados Unidos (Bank of United States) en la ciudad de Nueva York⁵.

Uno de los famosos argumentos de estos autores es que si los bancos hubieran respondido al pánico restringiendo los pagos⁶, la Depresión nunca hubiese ocurrido, tal como sucedió en las crisis bancarias de 1893 y 1907, donde las restricciones solucionaron rápidamente el pánico bancario y promovieron la recuperación económica. Friedman y Schwartz argumentan que las quiebras bancarias en noviembre y diciembre de 1930 redujeron la oferta de dinero por el aumento de la demanda de reservas (por parte de los bancos) y la demanda de dinero (por parte del público). Otros historiadores económicos como Temin y Kindleberger sostienen que no hubo un efecto directo tan severo para producir un impacto macroeconómico tan brutal, pese a que deprimió el consumo y aumentó la propensión del público a mantener efectivo en su poder. También se dieron otros efectos, como la restricción del crédito (Bernanke), ya que había menos bancos y otros no prestaban por temor, aumentando el costo de los préstamos y dificultando el acceso al crédito a las empresas y familias.

Si bien todavía no existe un consenso sobre la importancia y los efectos no son claros, no hay dudas que las quiebras bancarias acentuaron la Depresión. La comparación entre

⁵ La segunda crisis bancaria la sitúan entre marzo y agosto de 1931, y la tercera desde la ruptura del patrón oro por parte de Inglaterra (21 de setiembre de 1931) hasta el fin de año. La cuarta y última crisis bancaria la sitúan entre el final de 1931 y el comienzo de 1933, que termina con la suspensión de los bancos a nivel nacional (a través del feriado bancario) en marzo de 1933.

⁶ Una restricción en los pagos es la negación por parte del banco de honrar su compromiso de devolver el dinero de los depósitos.

países con crisis bancarias y sin las mismas sugiere que las dificultades en el sistema bancario fueron un factor sustancial.

De la deflación a la depresión

Según Temin, la caída en los precios de los commodities en Estados Unidos probablemente produjo un efecto positivo, ya que había más consumidores que productores de estos commodities.

Sin embargo, la ganancia fue limitada ya que el nivel general de precios en Estados Unidos comenzó a caer en 1930. Esto fue un reflejo de la caída en la demanda agregada producto de la contracción crediticia que afectó la actividad económica. Esta contracción puede explicarse por los distintos shocks que se dieron: la corrida bancaria, la caída en los precios de los commodities y el crac de la bolsa de valores.

En una deflación general, se presentan dos efectos: uno estático (conocido como el efecto Keynes) y otro dinámico (conocido como el efecto Mundell).

El efecto estático es el aumento en la capacidad de compra, es decir, la misma cantidad nominal de dinero compra mayor cantidad de bienes que antes, produciendo un aumento en el balance real. La caída en la demanda agregada afecta en mayor medida a los precios que a la producción.

El efecto dinámico opera sobre las expectativas de la gente. Si las personas esperan que la deflación continúe, saben que los precios van a estar más bajos en el futuro que en el momento actual, postergando las decisiones de consumo. Esto incluso puede provocar que las personas saquen préstamos sin considerar la tasa nominal de interés, ya que la tasa real de interés superará a la tasa nominal. Esto transforma la deflación en una depresión.

Es clave saber entonces cuando las expectativas de la gente comenzaron a anticipar la continuación de la deflación. Temin sitúa ese momento aproximadamente al comienzo de 1931, cuando la economía fracasó de recuperarse rápidamente, como había sucedido en 1907 y 1921. La gente entendió que esta crisis no era como las anteriores. En esos momentos, la deflación comenzó a ser desestabilizadora.

d) Causas

A mediados de 1931, Estados Unidos estaba bajo los azotes de una severa depresión. Sin embargo, si hubiese comenzado en esos momentos la depresión, la crisis económica hubiese estado dentro de los rangos históricos. Si la situación era difícil pero podía recuperarse, ¿qué fue lo que causó la brutal Depresión? Si bien la respuesta no es fácil, los economistas siempre vieron en su respuesta las claves para entender lo sucedido y sacar las lecciones de este período tan devastador.

Durante las primeras décadas desde la Depresión, la gran mayoría de los economistas se centraron en el sector real de la economía para explicar sus causas. Allí aparecieron algunas teorías sobre el “exceso de inversión” en la década del '20, que condujeron al crac de la bolsa una vez que se vio que las expectativas se habían distanciado de los valores reales. Otras sostenían que el problema respondía al “sub consumo”, es decir, que la compra de bienes y servicios por parte de la gente no lograba utilizar gran parte de la capacidad productiva de la economía, lo que llevó a la contracción económica.

Sin embargo, en 1963, Milton Friedman y Anna J. Schwartz publicaron el libro “*A monetary History of the United States 1867-1960*”, donde transformaron el debate sobre la Gran Depresión. Friedman y Schwartz estudiaron con mucha profundidad la relación entre los cambios en la cantidad de dinero de la economía y los cambios en el producto interno y los precios. En las más de 100 hojas dedicadas a la interpretación de la Gran Depresión, aportaron argumentos y nueva evidencia sobre el rol de los factores monetarios. Sostuvieron que el dinero y los factores monetarios tuvieron un rol absolutamente pasivo en dicho período, argumentando que “la contracción [económica] es de hecho un trágico testimonio de la importancia de los factores monetarios” (Friedman y Schwartz, 1963, pp. 300).

Para sostener su visión de que los factores monetarios causaron la Gran Depresión, Friedman y Schwartz identifican una serie de errores y omisiones por parte de la Reserva Federal sobre fines de la década de '20 y principios de '30. Ellos sostienen que cada uno de estos errores de política provocó un indeseado ajuste de política monetario, como se reflejaron en las drásticas caídas de la oferta de dinero, que permiten explicar las caídas en los precios y el producto que ocurrieron en aquellos años.

Friedman y Schwartz enfatizan 4 errores principales por las autoridades monetarias de los Estados Unidos:

- La política de suba de tasas comenzada en 1928, que continuó hasta el colapso de la bolsa de valores de Nueva York en octubre de 1929. Preocupada la Fed por la especulación en Wall Street, que consideraba estaba alimentada por el mal uso del crédito (préstamos de los bancos a brokers e inversores para invertir en el mercado de valores), intentó persuadir a los bancos a no prestar por fines especulativos. Cuando esto probó ser inefectivo, la Fed intentó disuadir el crédito directamente a través de la política de suba de tasas.

El crac de la bolsa de octubre de 1929 fue un ejemplo claro como una acción certera de la Fed puede disminuir el precio de las acciones. En este caso, el costo fue hacer entrar a la economía en recesión, que comenzó en agosto de 1929 según la fecha oficial del National Bureau of Economic Research (NBER). De acuerdo a Friedman y Schwartz, la caída en la actividad económica, junto con la suba de tasas de interés fueron lo que provocaron el desplome de la bolsa de Nueva York. Es decir, contrario a la leyenda popular de que fue el crac de la bolsa la causa original de la Depresión, fue el resultado de una política monetaria inadecuada que consecuentemente condujo a una contracción económica.

- La política de suba de tasas entre setiembre y octubre de 1931.

Por aquellos años, el sistema monetario vigente tanto en Estados Unidos como en la gran mayoría de países era el “patrón oro”, sistema en el cual el valor de cada moneda se expresaba en onzas de oro troy⁷. Era un sistema de cambio fijo, en el cual cada Banco Central se comprometía a mantener fijo el valor de su moneda, ofreciendo a comercializar oro por dinero al tipo de cambio establecido legalmente. Como sucede con cualquier sistema de tipo de cambio fijo, el patrón oro podía estar sujeto a un ataque especulativo si los inversores dudaban de la habilidad de un país de mantener el valor de su moneda al tipo de cambio legal.

⁷ Representa los 31.103 grs. de oro, que todavía está en vigencia.

Sobre mediados del segundo trimestre de 1931, una serie de crisis cambiarias comenzaron a golpear a Europa. En mayo, quebró el Creditanstalt, el mayor banco de Austria, provocando una corrida contra su moneda (el chelín). Esto fue seguido por una corrida contra el marco alemán en junio y julio. Ante los masivos retiros en los bancos alemanes y la pérdida de reservas por parte del Banco Central (Reichsbank), el Gobierno Alemán instauró el control de cambios sobre el marco alemán para evitar la fuga de capitales. La presión sobre el marco fue contenida por el control de cambios, lo que llevó a que el pánico internacional se fuera sobre la libra esterlina.

En setiembre de 1931, especuladores atacaron la libra inglesa, presentando libras al Banco de Inglaterra y demandando oro como contrapartida. Al principio, el Banco de Inglaterra hizo frente a las numerosas demandas, pero al comenzar a agotar las reservas de oro se vio obligado a romper con el patrón oro el 20 de setiembre, dejando a la libra flotar libremente y a las fuerzas de mercado a determinar su valor.

Con el colapso de la libra, y en vista de las drásticas condiciones económicas de Estados Unidos, los especuladores atacaron el dólar en setiembre y octubre de 1931. Esto no sólo redujo drásticamente las reservas de oro de la Fed, sino que ayudó a crear una corrida bancaria en el sistema americano, ya que mucha gente (con el temor de la devaluación del dólar) retiró dólares de los bancos para convertirlos a oro (u otros activos de refugio). Esto aumentó enormemente la desconfianza en los bancos americanos, ya que se comenzó a poner en duda la capacidad de los mismos de devolver los depósitos, en un sistema que no contemplaba el seguro de depósito (y por consiguiente implicaba prácticamente la pérdida total de los depósitos).

En este escenario, la Fed debía responder ante el ataque especulativo contra el dólar y a la corrida bancaria. Sin embargo, la Fed se focalizó únicamente en parar la hemorragia de reservas de oro para proteger el dólar, ignorando la peligrosa corrida bancaria. Para estabilizar el dólar, la Fed subió fuertemente la tasa de interés, considerando que si aumentaba el retorno por los dólares desestimularía la venta de los mismos, acelerando la caída en la oferta de dinero. Una vez más, la política monetaria fue efectiva, ya que defendió momentáneamente el dólar, pero con un alto costo. En medio de graves condiciones macroeconómicas (creciente caída del producto, precios y oferta monetaria), la política contractiva no hizo más que profundizar la depresión económica de Estados Unidos, dificultando aún más el acceso al crédito.

- La reversión de las operaciones de mercado abierto en julio de 1932.

Ante la creciente presión del Congreso Americano de flexibilizar la política monetaria, la Fed condujo operaciones de mercado abierto entre abril y junio de 1932, buscando aumentar la oferta monetaria. Esto provocó que bajara la tasa de interés de los bonos gubernamentales y corporativos, y en términos generales, pareció que podía ayudar a contrarrestar la declinante actividad económica. De hecho, las compras de mercado abierto de 1 billón de dólares abierto por parte de la Fed fueron exitosas en restaurar la tasa de crecimiento de la oferta monetaria

pero sólo a los niveles que había a mediados de 1931. Sin embargo, la Fed revirtió esa medida en julio, considerando que la política promocionada desde el Congreso era equivocada. Además, estuvo influenciada por la presión que resultaba de los retiros de dólares en Nueva York de Francia e Inglaterra ante el temor a la devaluación del dólar.

Los oficiales de la Fed tenían una postura distinta. Algunos consideraban la Depresión como el costo necesario por los excesos financieros construidos en la década del '20, y la política monetaria expansiva dilataba la corrección. Otros consideraban que las tasas estaban demasiado bajas, y que nada más se debería hacer. Sin embargo, la Fed no se daba cuenta que pese a que las tasas de interés eran bajas⁸, la continua deflación significaba que el costo de endeudarse era muy alto porque cualquier préstamo debía repagarse con dólares con mucho mayor valor (Meltzer). Por tanto, si bien la tasa de interés nominal era baja, la política monetaria no era laxa.

El fracaso de las compras de mercado abierto confirmaron la visión de que la Fed estaba severamente limitada por el patrón oro, el cual era defendido por la Administración Hoover.

- La negligencia sobre los problemas bancarios de Estados Unidos. El sector bancario sufrió una permanente presión en los primeros años de la década de 1930, donde las corridas bancarias fueron moneda corriente a lo largo de todo el país. Entre diciembre de 1930 y marzo de 1933 (cuando el presidente Roosevelt declaró el “feriado bancario” que cerró la totalidad del sistema financiero americano) aproximadamente la mitad de los bancos americanos cerraron o se fusionaron con otros bancos para subsistir. Los bancos que sobrevivieron no sólo no pudieron aumentar los depósitos y créditos (mercado que dejaron los bancos quebrados), sino que se redujeron fuertemente, contrayendo también el crédito, con sus consecuencias sobre la economía.

Como los depósitos bancarios son una forma de dinero, el cierre de una gran cantidad de bancos exacerbó sensiblemente la oferta monetaria. Además, mucha gente, temiendo por sus depósitos efectuó retiros y se guardó el dinero “debajo del colchón”, agregando presiones deflacionarias.

Sin embargo, la Fed no intentó mitigar los problemas en los bancos, por más que constituye un elemento central de su misión, y tenía las herramientas para hacerlo. Podría haber prestado dinero a los bancos (tomando préstamos y otras inversiones como garantía), o aumentando el dinero en circulación. Flexibilizando el acceso al dinero por parte de los bancos, podría ayudar a pagar los depósitos a los ahorristas, haciendo caer el temor de no pago y frenar las corridas bancarias. Pero las autoridades de la Fed eran reacias a intervenir, y estaban bastante alineadas con la tesis “liquidacionista” del Secretario del Tesoro de aquel momento, Andrew Mellon, de dejar caer los bancos débiles para “limpiar” el sistema financiero⁹.

⁸ A fines de 1932, las tasas de interés de corto plazo eran cercanas a cero.

⁹ “Liquidar a los trabajadores, liquidar las acciones, liquidar a los agricultores, liquidar la finca raíz... purgar el sistema de su podredumbre” (Krugman, pp. 13).

Como sostienen Friedman y Schwartz, la política no intervencionista de la Fed contribuyó a la brutal caída de la oferta monetaria.

También ambos autores destacan otras acciones de política, como la errónea suba de tasas en 1937-1938 que contribuyeron a una nueva recesión en esos años.

Sin embargo, son los cuatro episodios señalados anteriormente los que capturan la clave del argumento de Friedman y Schwartz, en los cuales señalan que la política monetaria fue excesivamente dura antes que la Depresión comenzara y durante su fase más dramática (1929-1933). Concluyen que mucha de la severidad de la Gran Depresión puede atribuirse a políticas monetarias, tanto antes como durante la peor fase de la contracción. Otros autores como Temin (pp. 17) coinciden con Friedman y Schwartz de que fue la Reserva Federal la que transformó la creciente depresión en la Gran Depresión¹⁰.

e) Transmisión Internacional (y retroalimentación)

La Depresión no se limitó a Estados Unidos, sino fue de alcance mundial, afectando la gran mayoría de los países del mundo. Incluso, algunas economías como Alemania comenzaron su declinación antes de 1929.

Sin embargo, si bien algunos países escaparon de la depresión, la severidad de este fenómeno varió según los países. También el tiempo de recuperación se diferenció considerablemente entre los distintos países, con algunos países que se recuperaron en forma temprana (1931 o 1932), mientras que otros continuaron sumergidos en una profunda recesión hasta 1935 o 1936.

Un completo entendimiento de la Depresión requiere, no sólo centrarse en políticas monetarias domésticas, sino también considerar el sistema monetario internacional de aquel tiempo: el patrón oro utilizado internacionalmente. En las últimas décadas, los historiadores económicos han destacado el importante rol de las fuerzas monetarias internacionales, de forma no sólo de complementar los estudios sobre los acontecimientos de la década de 1930, sino como causa importante de la Gran Depresión.

El actual presidente de la Fed, Ben S. Bernanke, es uno de ellos (1994, pp.5): “Las nuevas investigaciones sobre el patrón oro nos permiten concluir con considerable confianza que *factores monetarios jugaron un importante rol causal*, tanto en la declinación mundial de los precios y el producto como en la eventual recuperación”.

El Patrón oro

El patrón oro fue un sistema exitoso desde aproximadamente 1870 hasta el comienzo de la Primera Guerra Mundial en 1914, la llamada época “clásica” del patrón oro. El flujo comercial y financiero crecieron enormemente, y los distintos bancos centrales

¹⁰ En términos más generales, y en base a evidencia histórica de las grandes depresiones del siglo XX, Kehoe y Prescott concluyen que son las malas políticas gubernamentales las responsables de causar las grandes depresiones.

experimentaron pocos problemas para asegurar el valor de sus monedas. Este sistema se suspendió durante la Primera Guerra Mundial, debido a las irrupciones al comercio internacional y los flujos de capitales, y por supuesto debido a la flexibilidad que necesitaban algunos países para financiar la guerra.

En 1918, luego del fin de la guerra, muchos países realizaron grandes esfuerzos para reconstituir el patrón oro, con la firme convicción de que sería el retorno al funcionamiento normal del sistema económico internacional. Inglaterra fue la primera de las principales naciones en volver a dicho sistema, y para 1929 la gran mayoría de los países del mundo estaba nuevamente en el patrón oro. (Estados Unidos se mantuvo técnicamente en el patrón oro, aunque con muchas restricciones).

Sin embargo, a diferencia de la época “clásica”, el patrón oro reconstruido en los años '20 fue inestable y desestabilizador. Historiadores económicos han identificado algunos aspectos que explican la razón por la cual no fue tan exitoso como lo fue previo a la Primera Guerra Mundial. La razón obvia es que la guerra dejó un panorama de enorme destrucción económica y problemas financieros derivados de la guerra, como alto endeudamiento gubernamental y un sistema bancario seriamente dañado (en algunos países la solvencia estaba comprometida), sufriendo períodos de hiperinflación en una gran cantidad de países. Si bien se reconstituyó el sistema, no se pudo reconstituir la credibilidad en el sistema, ya que las secuelas de la guerra habían cambiado en algunos casos la visión económica y las prioridades políticas. Esto hizo que los ataques especulativos fueran más probables de suceder que antes. También afectó la falta de liderazgo internacional en el nuevo sistema. El Banco de Inglaterra (fundado en 1694) no pudo continuar su liderazgo, debido a los problemas económicos y financieros de Inglaterra como consecuencia de la guerra. La inexpiente Reserva Federal (fundada en 1913) asumió el liderazgo, debido al poderío de Estados Unidos. El liderazgo de la Fed podía haber producido una mejor cooperación internacional y un conjunto más adecuado de políticas monetarias, pero no se enfocó más que en su liderazgo doméstico. Esto dejó a los países sin interés de apoyar el sistema en forma global, y se enfocaron únicamente en temas internos.

La existencia del patrón oro es clave para entender la razón por la cual la contracción económica mundial fue tan profunda y a la vez tan dispersa internacionalmente. Bajo este sistema, la necesidad de mantener un tipo de cambio fijo entre distintas monedas forzaba a los países a adoptar políticas monetarias similares. Un Banco Central con reservas limitadas de oro no tenía otra opción que subir su propia tasa de interés ante el aumento de tasas en el exterior. Si esto no fuera así, los inversores transferirían sus fondos a los países donde los rendimientos son mayores, disminuyendo rápidamente las reservas de oro.

Esto fue lo que sucedió en 1928 cuando Estados Unidos subió las tasas de interés, obligando sin proponérselo a otros países a llevar adelante una política contractiva. Esto no hizo más que debilitar la economía mundial, retroalimentando negativamente la economía americana y el sistema financiero. También la política de otros países contribuyó a la política contractiva mundial en 1928 y 1929. Por ejemplo, Francia después de haber retornado en 1928 al patrón oro, construyó sus reservas de oro a expensas de otros países, lo que forzó a esos países a subir las tasas de interés para evitar que el oro siguiera yéndose a Francia. Los ataques especulativos, muy frecuentes a medida que la Depresión empeoraba, también contribuyeron a subir las tasas de interés,

como sucedió con la Reserva Federal en 1931. El resultado fue una contracción económica global que se retroalimentaba con los efectos de política monetaria restrictiva en los distintos países.

La transmisión de la política monetaria restrictiva a través del patrón oro ayudan a comprender las causas de la Depresión a escala mundial. Los países con este sistema monetario muchas veces eran forzados a contraer su oferta monetaria por el desarrollo de la política de otros países, y no tanto por asuntos domésticos. El hecho de que la contracción en la oferta monetaria era seguida por caídas en el producto y los precios sugería que el dinero era causa del colapso económico de esos países, y no su efecto.

Profundizando más en el tema, algunos historiadores económicos establecieron una relación muy cercana entre la adhesión al patrón oro y la severidad de la depresión. Incluso, algunos concluyen que cuanto mayor tiempo estuvo un país comprometido con el patrón oro, mayor la depresión económica y más demoraron en recuperarse (Choudhri y Kochin, 1980; Eichengreen y Sachs, 1985). Hubo gran variedad de acción de los distintos países. Algunos países no se unieron al patrón oro (por ejemplo China), otros adoptaron el patrón oro en la década de 1920 y dejaron el patrón relativamente temprano básicamente en 1931 (Inglaterra, Japón y algunos países escandinavos) o lo abandonaron más avanzada la Depresión (Italia y Estados Unidos), mientras que otros países se resistieron a abandonarlo (llamados “el bloque de oro”) y continuaron en el patrón oro hasta 1935 o 1936 (Francia como líder del bloque, Polonia, Bélgica y Suiza). Si la caída en la oferta monetaria inducida por la adopción del patrón oro era causa de la gran depresión, los países que antes lo abandonaran evitarían lo peor de la depresión y comenzarían antes el proceso de recuperación. Y esto fue lo que confirmó la evidencia: países como Inglaterra o los países escandinavos (que abandonaron el patrón oro en 1931) se recuperaron mucho antes que Francia o Bélgica (que continuaron con el sistema), incluso China que no adoptó el patrón oro evitó la depresión (usaba el patrón plata, en vez de oro).

Por tanto, la adopción del patrón oro de un país fue un factor determinante para comprender la severidad de la depresión y su abandono explicó la velocidad de recuperación, lo que enriquece y complementa la importancia de los factores monetarios en las causas de la Depresión.

Por último, es importante destacar el efecto que tuvieron las cuatro corridas bancarias en Estados Unidos (entre 1930 y 1933) en otros países. La quiebra de un tercio de los bancos también tuvo un importante rol en otras economías. En 1931, con la quiebra del banco austriaco Creditanstalt, que acaparaba más del 50% de los depósitos bancarios, dio origen a corridas bancarias en otros países europeos, incluyendo Alemania. Estas quiebras estuvieron relacionadas con previas pérdidas de reservas de oro y temores de que algunos países romperían con el patrón oro, en un sistema donde los depósitos de no residentes eran una importante fuente de financiamiento de muchos bancos europeos.

f) Consecuencias

La magnitud de la contracción económica no encuentra paralelo en la historia. Durante la fase de mayor contracción de la depresión (1929-1933)¹¹, la producción industrial declinó 37%, el producto real de los Estados Unidos cayó casi 30%, y el producto nominal cayó casi 50%. El desempleo saltó de 3% a 25%, y muchos de los que conservaron su trabajo vieron reducidas sus jornadas laborales. Si bien la economía comenzó a mejorar con la asunción de Franklin D. Roosevelt en marzo de 1933, el desempleo permaneció por encima de 15% durante el resto de la década¹².

Los precios ingresaron en una espiral deflacionaria, donde los mismos cayeron alrededor de 7% anual en los primeros años de la década de 1930. El consumo per capita de los bienes durables cayó 55% y el de los bienes no durables 30%. La bolsa de Nueva York experimentó un crac en octubre de 1929, donde a lo largo de este período cayeron 89.2%. También se observó una severa corrida bancaria, que llevó a una masiva quiebra de bancos. Las quiebras no se centraron únicamente en el sector financiero, sino que abarcó a una amplia cantidad de empresas y familias. El indicador monetario M1 (moneda más depósitos en cuenta corriente) cayó 25%.

La contracción de 1929-1933 no se limitó a Estados Unidos, sino fue un fenómeno mundial. Se registraron drásticas caídas en el producto real en distintas partes del mundo (por ejemplo, Canadá -8.4% anual, Alemania -2.7%, Francia -2.2%, Inglaterra -1%, comparado con Estados Unidos -7.6%) y en el nivel de precios (por ejemplo, Canadá -6.2% anual, Alemania -5.7%, Francia -4.4% e Inglaterra -4.4%, comparado con Estados Unidos -6.8%).

g) El comienzo de la recuperación

La intervención de mercados abiertos en 1932, que duró unos pocos meses, fracasó en dar un impulso lo suficientemente fuerte para contrarrestar la contracción económica. Si bien hubo una pequeña recuperación, donde se registró un leve aumento en la producción industrial, la recuperación sostenida no comenzó hasta 1933.

El espiral descendente fue acelerado por acciones de política de gobiernos y bancos centrales en los principales países industriales. La actividad económica reflejaba las expectativas de más deflación, ya que los trabajadores e inversores actuaban de acuerdo al régimen de política deflacionista.

Cambiar la dirección de la economía no era fácil, ya que también había que cambiar las expectativas de la gente. Había que ser convincentes de que el régimen de política deflacionista no iba a continuar, pero para ello se necesitaban cambios drásticos y visibles. Los cambios en las expectativas de la gente debían ser complementadas por efectivas políticas macroeconómicas.

El primer signo de un nuevo régimen de política vino con la elección de Roosevelt como presidente en diciembre de 1932. Un cambio de líder y de administración de gobierno podía cambiar la dirección¹³. Este cambio en el régimen de política se hizo más tangible

¹¹ También conocida como La Gran Contracción.

¹² En 1935 el desempleo se ubicó en 18%, 14% en 1936, 12% en 1937, pero subió al 20% en 1938, con el nuevo colapso de la economía.

¹³ En el año 1932, la economía se había contraído 13.4% y el nivel de precios había caído 10.2%.

en febrero de 1933, cuando el presidente electo comenzó a mencionar el tema de la devaluación. Esta era una buena señal de un cambio de régimen, ya que la política deflacionista estaba vinculada a la adherencia al patrón oro, y la devaluación podía aumentar la velocidad en el cambio de las expectativas. Estos comentarios provocaron una corrida contra el dólar y contribuyeron al “feriado bancario” de marzo, ya que las regiones de la Reserva Federal no cooperaban entre ellas ante la fuga de oro de sus reservas.

Al asumir como presidente en marzo de 1933, Roosevelt declaró el “feriado bancario”, cerrando el sistema financiero americano por una semana¹⁴, forzando la cooperación entre los bancos de la Reserva Federal. Además, se analizarían la solvencia de todos los bancos y sólo se permitiría que reabrieran los bancos solventes¹⁵. También impuso controles sobre todas las operaciones con moneda extranjera y exportaciones de oro, y tomó control de la venta de toda la producción doméstica de oro, terminando la tenencia privada de oro.

Los controles introducidos durante el feriado bancario evitaron los desequilibrios especulativos para cuando Roosevelt comenzara a devaluar, hecho que se concretó el 18 de abril, cuando anunció que pasaba a fijar el precio del oro¹⁶. El dólar comenzó a caer en forma ininterrumpida hasta julio, cuando la caída contra la libra cayó entre 30% y 45% (Temin).

La devaluación no sólo mejoró los términos de intercambio, sino que también liberó la política macroeconómica doméstica para expandir la economía¹⁷. Es decir, la devaluación permitió que la política económica pueda ser fijada por las necesidades domésticas (el tipo de cambio se ajustaría como consecuencia), y no de acuerdo con las condiciones económicas internacionales. Si esto era válido, no se daba la política de “empobrecer al vecino” (Temin). Y si todos los países devaluaban, las políticas monetarias y fiscales podían ser positivas para todo el mundo. Para el año 1933, la gran mayoría de los países (salvo los países del “bloque de oro”) devaluaron y la recuperación pudo comenzar.

La devaluación fue una decisión puramente estratégica, que expuso la claridad de Roosevelt sobre el cambio de política necesario, ya que Estados Unidos no tenía presión para hacerlo: tenía un tercio de las reservas mundiales de oro, tenía un alto superávit comercial y dominaba el comercio mundial de productos manufacturados.

Este cambio en el gobierno y en el régimen de política se complementó con la renuncia de Eugene Meyer como Presidente de la Reserva Federal, siendo sustituido por Eugene Black (Governador de la Reserva Federal de Atlanta), alguien más afín con los planes de la nueva Administración.

Los cambios en las expectativas de la gente, de pasar de una deflación de precios y producto a una recuperación de precios y producto, ejercieron una influencia importante en la recuperación. Para Eggertsson, el cambio en las expectativas de la gente conducidas por las acciones de política instrumentadas por el presidente Roosevelt fue el factor más

¹⁴ Al 6 de marzo de 1933, todos los bancos del país estaban cerrados.

¹⁵ Un sexto de los bancos americanos fueron cerrados al finalizar el feriado bancario.

¹⁶ A través de la Enmienda Thomas de la “*Emergency Farm Mortgage Act*”.

¹⁷ Citado por Temin (pp.25) en referencia a lo demostrado por Eichengreen (1986).

importante sobre el que se apoyó la recuperación. Al hacer creíble el cambio, las expectativas cambiaron y con ello las acciones de los americanos.

h) Las medidas para la recuperación

La devaluación fue sólo una estrategia dentro del nuevo régimen de política. En los primeros 100 días de gobierno de la Administración Roosevelt, la política pasiva y deflacionista de la Administración Hoover fue reemplazada por una política agresiva, intervencionista y expansionista. El símbolo de esta política fue el *New Deal* (o “Nuevo Trato”).

El cambio de timón en la Reserva Federal también sirvió para alinearse con la estrategia del nuevo gobierno. La Reserva Federal recortó la tasa de descuento en abril y mayo (de 1933) desde 3.5% a 2.5%, y la tenencia de bonos del tesoro americano pasaron de 1.8 a 2.4 billones de dólares entre abril y octubre.

El primer *New Deal*

El primer *New Deal* consistió fundamentalmente en 2 iniciativas:

1. Reforma del sistema bancario

El sistema bancario estaba en un estado de colapso cuando Roosevelt asumió el poder¹⁸. El feriado bancario, por más que fue consecuencia de las intenciones de Roosevelt de devaluar y la falta de cooperación dentro de la estructura federal del Sistema de la Reserva Federal, representó una nueva demostración de la inhabilidad del sistema financiero de operar durante la depresión. Sin embargo, le permitió al nuevo gobierno ganar tiempo, y anunciar e implementar una nueva política macroeconómica. Una parte fundamental de esta nueva política consistió en la reforma del sistema bancario.

Glass-Steagall Act (Junio de 1933)

En junio de 1933, el Congreso aprobó y Roosevelt firmó el “*Glass-Steagall Act*” (también conocido como *Banking Act*). El objetivo fundamental era reducir la inestabilidad del sistema bancario.

Una de las claves de esta ley consistió en prohibir la combinación de la banca de inversión y la banca comercial que caracterizó a los grandes bancos antes de la depresión. Uno de los motivos de esto era la creencia de que las actividades de los bancos en los mercados financieros había aumentado la vulnerabilidad de los mismos, sobretodo en los períodos de contracción económica. Si bien esto parecía una hipótesis razonable, Temin sostiene que fue incorrecta ya que los bancos integrados tuvieron menores dificultades durante la crisis bancaria que los no integrados. Esto que no fue tan evidente en aquellos tiempos, se hizo más claro en la crisis actual.

¹⁸ En la Administración Hoover, se estableció la *Reconstruction Finance Corporation (RFC)* con el objetivo de promover la inversión. Sin embargo, sirvió para brindar asistencia al sector financiero mediante inyecciones de capital. De hecho, dos tercios de sus préstamos fueron canalizados al sector bancario. Fue el mayor esfuerzo expansionista de su administración.

A través de la ley Glass-Steagall, también se creó el seguro de depósito federal. La ley establecía la formación de la *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)* que aseguraría los depósitos en los bancos miembros del Sistema de la Reserva Federal. Si bien fue anunciado a mediados de 1933, y las intenciones fueron para comenzar a operar en 1934, recién abrió el 1 de julio de 1935.

En el corto plazo, los efectos del seguro de depósito fueron escasos, ya que comenzó a operar cuando la recuperación ya estaba en marcha. Sin embargo, en el largo plazo aumentó notoriamente la estabilidad del sistema bancario. Son innumerables los casos en la historia en los cuales el seguro de depósito evitó las corridas bancarias, tan clásicas en los primeros años de la década de 1930.

Esta estabilidad tuvo un costo como contrapartida: el “riesgo moral”. Debido al seguro de depósito, los depositantes se preocupaban si el banco en el cual confiaban sus ahorros estaba incluido en el seguro de depósito, pero no en que utilizaba el banco los depósitos, perdiendo los depositantes los incentivos para monitorear los bancos. Para contener este problema, se debió complementar con adecuada regulación.

La Glass-Steagall Act no contribuyó a terminar la depresión, pero brindó la estabilidad necesaria en los bancos en las siguientes décadas, que contribuyeron a la expansión de la economía americana.

2. Mayor control gubernamental sobre la producción

El gobierno extendió el control sobre distintas partes de la economía, sustituyendo las señales del mercado por un control político. Esto dio inicio a medio siglo de políticas social demócratas en los Estados Unidos (Temin). Esto se materializó a través de dos importantes leyes, una enfocada a la industria y otra a la agricultura, pero que compartían la misma filosofía:

National Industrial Recovery Act, NIRA (Junio de 1933)

La misma inducía a los empleados y empleadores a realizar acuerdos sobre las jornadas de trabajo, salarios y otras condiciones de empleo, y creaba la *National Recovery Administration (NRA)*. Los acuerdos debían estar en concordancia con los códigos diseñados por las asociaciones industriales y aprobados por el gobierno. Estos códigos establecían reducir las jornadas de trabajo (intentando repartir el trabajo disponible entre mayor cantidad de trabajadores) e importantes aumentos de salarios. Los empleadores estaban de acuerdo en subir los salarios porque se les permitía aumentar los precios. Por tanto, los efectos fueron aumento de salarios y precios.

La NIRA fue parte del programa de Roosevelt de “reflación”. Los aumentos de precios estaban diseñados para marcar el fin de la política deflacionista, revivir las expectativas de recuperación, y promover la inversión.

El aumento de precios bajó las expectativas de tasas de interés real. Al no haber expectativas deflacionistas, cualquier inversión podía tener los intereses deseados, lo que constituía un estímulo a la inversión. Sin embargo, tuvo dos efectos negativos (Temin). En primer lugar, el aumento de precios absorbió mucho del aumento inicial en la oferta de dinero. Es decir, la expansión de ingreso nominal fue a parar más a precios más altos que a mayor empleo. En segundo lugar, los salarios subieron más que los precios. Si bien se

vio como una victoria del gobierno, no se consideraron los efectos que esto producía sobre las decisiones de empleo. Si los salarios subían en relación a los costos de producción, los patrones reducirían los empleados a contratar, contribuyendo a preservar el desempleo (y no a reducirlo).

En el corto plazo, la NIRA no contribuyó a expandir el empleo, pero contribuyó enormemente a mejorar las condiciones de trabajo. Si bien la NIRA tuvo corta duración, ya que la NRA fue disuelta por la Suprema Corte de Justicia por considerar que el gobierno federal había traspasado las áreas reservadas al estado, los principios permanecieron a través de la *Nacional Labor Relations Act (1935)*. A través de esta ley, introducida por el Senador Wagner, se restablecían los derechos del trabajo impuestos bajo la NIRA. El National Labor Relations Board supervisa hasta el día de hoy la actividad sindical y el tema salarial.

Agricultural Adjustment Act, AAA (Mayo de 1933)

A través de la misma, el gobierno controlaba la producción agrícola. Al restringir la producción, se buscaba aumentar los precios¹⁹. Los granjeros aceptaron la propuesta del gobierno ya que eran compensados por las tierras que quedaban sin plantar. El pago resultaba de la diferencia de precio entre el precio actual y el resultante por la menor producción.

Este programa fue más lento en su comienzo (que el industrial) debido a que cuando la ley fue aprobada muchos granos ya habían sido plantados. Si bien en algunos casos se destruyó la plantación, la compensación no se produjo hasta la venta de la cosecha. Pero como en el caso de la ley industrial (NIRA), la Suprema Corte la declaró inconstitucional al comienzo de 1935. Recién en 1938 se aprobó un reemplazo para la AAA, que permitía al gobierno a controlar los precios a través de políticas de inventarios, entre otras.

Si bien la AAA y su sucesora no tuvieron mucho éxito en aliviar la depresión en la agricultura de los años treinta, estableció el marco adecuado para el apoyo a los granjeros luego de la Segunda Guerra Mundial (Temin).

El segundo *New Deal*

La recuperación iniciada a partir de 1933 tuvo dos caras. Por un lado, tuvo un impresionante aumento del ingreso, donde el PBI creció un tercio entre 1933 y 1937. Por otro lado, fue una recuperación anémica del empleo, donde el desempleo permaneció en los dos dígitos durante toda la década de 1930²⁰.

Como se detalló anteriormente, el *New Deal* implicó el involucramiento del gobierno en la banca, la industria, la agricultura y la fijación de salarios, buscando manejar directamente la economía para promover la recuperación. En vez de realizar una

¹⁹ El objetivo del programa era aumentar los precios al nivel que permitiera alcanzar el poder de compra previo a la Primera Guerra Mundial, en 1914. Las condiciones previas a la guerra eran consideradas el “valor par”.

²⁰ Esto se cumplió incluso considerando como empleados a los trabajadores empleados por el gobierno en diversos proyectos.

expansión keynesiana, el gobierno se embarcó en el manejo de la economía, de ahí que muchos consideraran el *New Deal* de corte socialista.

Si bien se enfocó en la recuperación económica, no pudo distribuir el ingreso para todos en la economía. Por eso, en 1935, Roosevelt lanza el Segundo *New Deal*, ampliando los controles gubernamentales de modo de extender a mayor cantidad de personas el aumento del ingreso en la economía. El lanzamiento de este segundo plan coincide con la creación (ya señalado) de la *National Labor Relations Board* cuando la NIRA se declaró inconstitucional. Esta fue una de los múltiples cuerpos regulatorios establecidos para supervisar y controlar la economía.

Una de las últimas leyes expandió notoriamente los poderes de la *Food and Drug Administration (FDA)*. Si bien la regulación sobre los medicamentos fue ampliada luego de la Segunda Guerra Mundial, y las decisiones pasaron de la órbita estatal a la órbita privada, la regulación moderna es un legado de los años treinta.

Social Security Act (1935)

Esta ley inició un programa que terminó con el gobierno asistiendo directamente a una parte importante de la población. Comenzó asistiendo a las personas de mayor edad, y terminó transformándose en la forma como se realizan las transferencias de ingresos intergeneracionales. El resultado fue una ganancia extraordinaria para la primera generación cubierta por la seguridad social, es decir, aquella que estaba trabajando durante la Depresión y recibió los beneficios poco después del fin de la Segunda Guerra Mundial.

i) Algunas reflexiones de política y resultados

La política fiscal

La política fiscal no fue aplicada durante los años treinta. Si bien el presupuesto del gobierno fue cambiando a lo largo de los años, el gasto del gobierno no creció lo suficiente como para causar un impacto expansionista en la economía. El gobierno aumentó enormemente la participación en la actividad económica durante este período, pero no utilizó su poder para estimular la economía.

En materia fiscal, la preocupación en la Administración Hoover fue equilibrar el presupuesto del gobierno. El mismo paso de un superávit de 1930 (800 millones de dólares, 0.8% del PBI) a un déficit de 2.8 billones de dólares (4% del PBI) en 1932. La principal razón del déficit se debió a la caída de la recaudación impositiva provocada por la contracción económica. La caída de 30% del PBI real causó que los ingresos provenientes de impuestos cayeran desde 4.1 billones de dólares (4.2% del PBI) a menos de la mitad en 1932 (1.9 billones de dólares, 2.8% del PBI reducido).

Esta caída en la recaudación ocurrió pese (o tal vez como respuesta) a la suba en las tasas impositivas: para los ingresos anuales superiores a 1 millón de dólares, la tasa pasó de 25% en 1929 a 63% en 1932; para ingresos superiores a 100.000 dólares (y menos de 1 millón) la tasa pasó de 25% a 56% y para ingresos superiores a 10.000 dólares la tasa pasó de 6% a 10% en los mismos años.

La suba de impuestos de la Administración Hoover (y aprobada por el Congreso) fue un ineficaz esfuerzo por equilibrar el presupuesto, que no hizo más que contribuir al colapso de la demanda.

La política monetaria

La Fed mantuvo una estrategia pasiva durante los primeros años de la depresión (con las excepciones de la activa contracción como respuesta a la corrida del dólar en 1931 y la expansión realizada con las compras de mercado abierto entre marzo y julio de 1932). Pese a la reforma de la Fed, siguió con la misma actitud pasiva que tuvo antes (Temin).

Sin embargo, la expansión monetaria fue un factor clave en la recuperación. Friedman y Schwartz fueron los primeros que se focalizaron en los cambios en la oferta monetaria como responsables de la recuperación. Posteriormente, mucha literatura apoyo esa posición. La base monetaria creció rápidamente desde 1933 debido a la entrada de oro procedente de Europa, que la Fed no esterilizó (a diferencia de lo hecho en los años veinte). También contribuyó en este sentido la baja en las tasas reales de interés. Durante la etapa más aguda de la Depresión, las tasas de interés reales eran altas debido a las expectativas de la gente de que la deflación continúe. Al cambiar esta expectativa con la llegada de Roosevelt al poder (debido a la devaluación y al New Deal), la inflación anticipada también redujo las tasas reales de interés (por más que las tasas de interés nominales eran bajas).

La reacción al nuevo régimen de política fue inmediata. Durante los primeros 100 días de gobierno de Roosevelt, los precios de las acciones subieron 66%²¹. El motivo fue la caída del dólar y la aceptación por parte de la comunidad empresarial del nuevo régimen. En 1933 las acciones americanas tuvieron su mejor año de la historia, superando el índice S&P un 50% de su valor en el año. Muchos precios agropecuarios, fundamentalmente aquellos que eran intercambiados en los mercados internacionales, subieron fuertemente.

Sin embargo, la recuperación económica no fue inmediata. Hubo claramente un cambio en la dirección, ya que las expectativas de los americanos no eran deflacionistas. Pero la recuperación sostenible y completa no se produjo en la década de 1930, sino que vino con el aumento de la demanda producido por la Segunda Guerra Mundial.

Entre los años 1933-1937 se produjo una fuerte recuperación económica, pese a que no se pudo recuperar el empleo en la misma medida. El PBI real creció 39% y el nivel general de precios subió 13%, pero las empresas continuaron con dificultades y el desempleo permaneció por encima de 15% hasta 1940. Si bien la recuperación fue fuerte, se partió de un piso extremadamente bajo y un panorama desolador.

Pero luego de este período, la economía americana experimentó una corta pero intensa contracción económica. La versión más aceptada es la establecida por Friedman y Schwartz, la cual establece que los aumentos en los requerimientos de las reservas de los bancos comerciales en mayo de 1937 fue responsable de la contracción económica²².

²¹ Esto es un reflejo del cambio en las expectativas de la gente, ya que los precios de las acciones reflejan las expectativas de ganancia de los inversores.

²² Ante el aumento de las reservas excedentes de los bancos, la Fed (preocupada por lo que consideraba una pérdida de control sobre la política monetaria) duplicó los requerimientos de las reservas excedentes de los bancos. Si bien no esperaba cambios sustanciales por esto, los bancos contrajeron el crédito para reconstruir

Una vez más, como se observó en la gran contracción de 1929-1933, las políticas desacertadas de las autoridades contrajeron la economía. También fue una clara demostración de que no se había aprendido o no se había comprendido lo sucedido en los primeros años de la década de 1930. Otros historiadores lo interpretan como el conflicto entre múltiples objetivos de política

La realidad fue que la recesión de 1937 fue corta pero profunda. El desempleo cayó drásticamente en 1938, y demoró varios años en recuperar el nivel de pleno empleo. La producción también cayó rápidamente en 1938, pero comenzó a recuperarse en 1939. Sin embargo, esta recuperación fue mucho más rápida que anteriormente, por dos razones. En primer lugar, la entrada de oro proveniente de Europa debido al temor de la invasión nazi, provocó una brutal expansión monetaria. En segundo lugar, la Segunda Guerra Mundial dio un fuerte impulso a la economía²³. La combinación de ambos factores sacó a los Estados Unidos de la Gran Depresión, período que se extendió durante toda la década de 1930. Cerraba así el capítulo económico más negro de su historia.

El New Deal fue un programa multifacético que buscó alcanzar todos los rincones de la economía americana, combatiendo la profunda depresión. Su aplicación transformó el gobierno y la vida de los americanos, fue vital para cambiar la dirección e iniciar la recuperación, pero no pudo conducir a una recuperación total y evitar que la economía americana continuara en depresión durante toda la década del '30.

sus reservas, ante un escenario cada vez más incierto.

²³ El gasto militar de los Estados Unidos comenzó a crecer lentamente desde 1936, pero luego de su entrada en la guerra en 1941 este gasto creció exponencialmente. El gasto militar en 1934 era de 705 millones de dólares (1.1% del PBI), en 1939 se duplicaba y alcanzaba 1.4 billones de dólares (pero representaba 1.5% del PBI). En 1941 se multiplicó por cuatro (6.3 billones de dólares, 5% del PBI), pero para 1943 ya se había multiplicado por diez: 63.3 billones de dólares (32% del PBI). El aumento en el gasto militar creó la demanda necesaria para sacar a la economía de la Depresión y recuperar la senda del crecimiento. El crecimiento del PBI (no militar) creció un 50% entre 1939 y 1943, alcanzando 136 billones. El aumento del PBI fue más que suficiente para financiar el vertiginoso crecimiento del gasto militar (efecto “multiplicador” de Keynes).

III. Análisis comparativo de la Gran Recesión (crisis actual)

Desde agosto de 2007, el sistema financiero americano y mundial ha experimentado toda una serie de fallos que provocaron el derrumbe del sistema financiero mundial, algo totalmente impensado hace dos años. El colapso del crédito estranguló a la economía mundial, arrastrando al mundo a la recesión más profunda y larga desde los años treinta.

a) Antecedentes

La evolución de la economía mundial durante los años previos a la crisis ha sido excepcional, alcanzando entre los años 2003 y 2006 el máximo período de crecimiento económico de la humanidad. Prácticamente todos los países desarrollados avanzaron a sus tasas históricas o las superaron, mientras que las economías emergentes registraron una fuerte expansión.

El crecimiento del PBI mundial en dicho periodo fue de 4.9%, muy por encima de la media histórica. La particularidad de este período fue que las economías emergentes aportaron 3.6 puntos porcentuales de crecimiento global (solo China 1.4 puntos porcentuales), contra 1.3 puntos porcentuales de las economías industrializadas (Estados Unidos 0.7 puntos porcentuales). A pesar de este rápido crecimiento y de las presiones alcistas en los precios de las materias primas, la inflación ha sido moderada. La combinación de estos dos factores ha llevado a ver tasas de crecimiento reales récord.

En el caso de Estados Unidos, durante la década actual su economía experimentó un sólido crecimiento, a tasas nominales de 5.2%, por encima de sus tasas históricas. Si bien a comienzos de la década la economía se enlenteció, e incluso sufrió una breve recesión (de 8 meses) luego del colapso de las empresas tecnológicas, la economía tuvo un período extraordinario. Durante el período 2003-2007, la economía creció 5.8%, superior al promedio de 5.6% de los últimos 20 años. En términos reales, la diferencia fue todavía mayor.

Dentro de este marco, las políticas de las autoridades se habían basado en sólidos principios macroeconómicos, combinado con aprendizaje práctico. Todo esto había dado lugar a la “Gran Moderación” de las economías desarrolladas, que sabiamente eran imitadas por las economías emergentes.

Algunas reflexiones comparativas

Es importante destacar que tanto la Gran Depresión como la crisis actual fueron precedidas por años de prosperidad, donde se registraron sólidos crecimientos de la economía mundial, incluyendo a la economía americana. En ambos casos, el consumo de los americanos constituía el motor de la economía mundial. Este escenario tan positivo ayudó a generar una sensación de falso optimismo sobre la estabilidad de los mercados en ambos casos. En la actualidad se hablaba de la “Gran Moderación”, mientras que en aquellos tiempos se hablaba de los “años dorados”.

Sin embargo, las condiciones económicas mundiales eran más débiles en 1929 que en el año 2008. Alemania ya estaba en recesión, y el nivel general de precios era nulo o estaba

cayendo en Alemania, Inglaterra y Estados Unidos (antes de la entrada en recesión a mediados de 1929). Las presiones bajistas sobre los precios debido al enlentecimiento de la actividad condujeron rápidamente a la deflación. Por el contrario, la inflación a mediados de 2008 estaba por encima de los objetivos de política en la mayoría de las economías, lo que dejaba un cierto margen para la caída de precios.

Además, la importancia relativa de los sectores en la economía americana es distinta actualmente que en la década de 1920. En aquellos años, la economía estaba más orientada a la manufactura, la cual es cíclica. En la actualidad, la economía americana está orientada a los servicios, que tienden a ser más estables. En 1929, uno de cada cinco americanos trabajaba en el campo, mientras hoy trabaja uno de cada cincuenta. Por tal motivo, el desempleo fue tan severo durante la Depresión, ya que el agro venía en baja desde comienzos de la década de 1920, cuya deflación de precios permaneció por todo el decenio.

Por otro lado, las condiciones financieras internacionales eran más débiles a mediados de 1929. Las principales economías europeas dependían del ingreso de capitales de Estados Unidos para mantener los tipos de cambio fijos bajo el patrón oro. La política contractiva iniciada por la Fed en 1928 produjo una disminución de estos flujos financieros. Pero para Estados Unidos y su relación con los flujos de capitales internacionales, la situación es más desfavorable actualmente. Al inicio de la crisis en 1929, Estados Unidos era una nación superavitaria, y el mundo dependía de sus flujos financieros. En la actualidad, la situación es inversa. Estados Unidos es la nación más deficitaria y más necesitada de capitales extranjeros. Las inversiones extranjeras en Estados Unidos (tanto inversiones de cartera en acciones y bonos americanos como la propiedad extranjera en empresas americanas) es superior a 20.000 billones de dólares, superando las inversiones americanas en el resto del mundo en más 3.000 billones de dólares.

Por último, todos los episodios de pánico financiero ocurrieron luego de episodios de rápido crecimiento económico²⁴. En aquellos años se dio con el crac de la bolsa (en octubre de 1929), y en la actual con el recrudescimiento luego de la quiebra de Lehman Brothers (en setiembre de 2008).

b) Origen (evento desencadenante)

La caída en el precio de las propiedades en junio de 2006 (evento desencadenante de la crisis) comenzó a erosionar la garantía de los préstamos hipotecarios. Esto hizo que el valor de muchas hipotecas fuera más alto que el valor de la casa, fundamentalmente en los sectores de menor calidad crediticia ("subprime"), pequeño subsector en dimensión con respecto al mercado hipotecario americano. Esto provocó un fuerte aumento de los impagos de hipotecas. Los primeros indicios de un reajuste en la valoración del riesgo surgieron en enero y febrero²⁵, pero no fue hasta junio de 2007 que se realizaron cambios importantes a gran escala en la calificación crediticia de bonos respaldados por hipotecas sobre inmuebles residenciales²⁶ (RMBS²⁷). Al mismo tiempo, se anunció la liquidación inminente de dos hedge funds (de Bear Stearns) con gran exposición a estos activos.

²⁴ Ver Romain Ranciere, Aaron Tornell, y Frank Westermann, (2005), "Systemic Crisis and Growth" CESifo working paper 1451 y Gary Gorton and Lixim Huang, (2002), "Banking Panics and the Origin of Central Banking" Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, working paper 9137.

²⁵ Esto se debió a que los impagos de hipotecas se multiplicaron y provocaron las primeras quiebras de bancos especializados en hipotecas.

Al forzarse el cierre de posiciones de estos dos fondos (10 de julio), la preocupación por las ventas de los activos afectados hizo que los diferenciales de los productos respaldados por hipotecas subprime se ampliara enormemente, originando una oleada de ventas de estos productos. En un entorno de creciente volatilidad, los temores reflejados en el sector de títulos hipotecarios se profundizaron, y llevaron a una nueva venta masiva de títulos. Como consecuencia, esto generó mayores descuentos en los títulos, aumento de garantías exigidas y reducción forzada de niveles de apalancamiento. Para dar respuesta a estos cambios y readecuar los portafolios por parte de los inversores, los activos con mejor calificación crediticia también sufrieron ventas masivas, profundizando las pérdidas a valores de mercado. Esto llevó a que se afectaran otros sectores de crédito como los préstamos apalancados (LBO²⁸) y las hipotecas comerciales. A medida que se acentuaban las dificultades en los mercados de deuda, el abandono de los activos riesgosos se trasladó a todas las categorías de activos, incluido los mercados de renta variable.

Las dificultades más grandes surgieron cuando se descubrió que los métodos de valuación de los productos de crédito estructurados tenían fallas y eran difíciles de valorar en situaciones de iliquidez. A medida que la crisis se transformaba en una crisis de valuación de activos, los problemas del mercado de crédito se extendieron al mercado interbancario y al mercado de créditos de corto plazo (papeles comerciales). La suma de los reajustes de precios de los activos de riesgo y los problemas contingentes que podían enfrentar los bancos, llevaron a aumentar la demanda de liquidez del mercado interbancario. Estas fuertes perturbaciones en los mercados monetarios interbancarios indicaban el inicio de una generalización hacia los mercados financiero²⁹.

Algunas reflexiones comparativas

La crisis de los años treinta tuvo origen luego que la Reserva Federal subiera las tasas de interés de corto plazo, preocupada por la especulación que observaba en la bolsa de valores de Nueva York. El colapso de la bolsa no fue causante de la contracción económica, ya que había una desaceleración económica antes del crac de la bolsa. Más bien, la caída súbita de la bolsa parece haber sido causa de la contracción económica. Como en las distintas recesiones a lo largo del siglo XX, la suba de tasas de interés explicó la caída en el nivel de actividad, al ser la herramienta clave para controlar la inflación.

Sin embargo, la crisis actual no se originó en la caída en el nivel de actividad (shock sobre la economía), sino se desencadenó como un shock financiero, debido al aumento de la morosidad de diversos tipos de créditos, contagiando en primera instancia al sector crediticio, y luego trasladando la crisis a todo el sistema financiero.

En forma más amplia, la crisis actual fue causada por la subvaluación en el precio del riesgo en los mercados financieros y otros mercados de activos, conduciendo a un

²⁶ El 15 de junio Moody's rebaja la calificación crediticia a 131 títulos ABS garantizados por hipotecas subprime y coloca 250 bonos en revisión para rebajar de calificación.

²⁷ Residential Mortgage-Backed Securities.

²⁸ Leverage Buy-Out

²⁹ El 9 de agosto de 2007 marca el inicio de una serie de medidas extraordinarias por parte de los bancos centrales. La Fed, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón, el Banco Nacional de Suiza y el Banco de Canadá inyectan masivas suma de dinero a los mercados monetarios.

excesivo aumento del endeudamiento. Si bien la crisis se desencadenó por la morosidad en las hipotecas subprime, el ajuste en los precios de los activos (debido a mayores niveles de riesgo) abarcó la totalidad de los sectores del sistema financiero mundial. La brusca corrección en el precio del riesgo, junto con el proceso de desendeudamiento ocasionado como reacción, provocó la disfuncionalidad y posterior paralización del sistema financiero.

Al ubicarse la crisis en el corazón del sistema financiero, fue la brutal contracción crediticia (“credit crunch”) la que hundió a la economía americana y mundial a una profunda recesión económica.

Además, la política contractiva no fue la que contribuyó a causar la crisis (como en 1929), sino por el contrario fue la política excesivamente expansiva (tasas muy bajas por demasiado tiempo) lo que contribuyó a aumentar el endeudamiento, generando una sobredimensión del sistema financiero.

c) Causas

A diferencia de lo sucedido en los años treinta, las causas de la crisis financiera actual han sido claramente identificadas tanto por las autoridades y gobiernos como por los organismos internacionales y el sector privado. Si bien algunos ponen el énfasis en determinados aspectos y otros priorizan otros fenómenos, existe un amplio consenso. Si bien nunca se pensó la dimensión que iba a adquirir la crisis, las causas de la misma siempre se tuvieron presente, y se podía actuar en consecuencia. Para poder salir de una crisis, es fundamental entender como se llegó a la misma. En los años treinta, no se tenía claro como se había llegado a esa situación, incluso al día de hoy no existe consenso sobre algunos aspectos de su desarrollo.

Las causas de la crisis financiera actual pueden clasificarse en dos categorías³⁰: causas macroeconómicas y causas macroeconómicas:

Causas macroeconómicas

Una de las causas más señaladas han sido los desequilibrios mundiales, es decir, los importantes déficits y superávits de cuenta corriente³¹ que originaron masivos flujos de capital desde las economías emergentes hacia las economías desarrolladas, fundamentalmente Estados Unidos. La expansión sin precedentes de las economías emergentes condujo a que éstas tuvieran superávit en cuenta corriente y altos niveles de ahorro (como China que ahorra casi el 50% de su PBI), que sumado a la escasez del mismo en Estados Unidos (con tasas de ahorro negativas en los últimos años) influyeron en estos flujos.

En forma más amplia, esto respondió al funcionamiento de la economía global, donde 3 potencias mundiales basaron su crecimiento en sus exportaciones: China, Alemania y Japón. Este desequilibrio fue absorbido por el exceso de consumo de Estados Unidos, financiado con el ahorro de esos países canalizado a través de la compra de bonos del

³⁰ Se utiliza la clasificación formulada por el Bank for International Settlement, ya que permite una mejor comparación con las causas de la Depresión, y contribuye a su crítica.

³¹ Flujo neto de bienes y servicios, y los consecuentes flujos netos de capital.

Tesoro americanos o simplemente en ahorro en dólares³². No es casual que estos tres países tuvieran saldos positivos en sus cuentas corrientes superiores al 7%, y Estados Unidos saldos negativos del orden del 7%.

En forma específica, los desequilibrios macroeconómicos (déficit comercial y déficit fiscal) de los Estados Unidos fueron creciendo desde principios de la década del '90 (con excepción del déficit fiscal sobre fines de la década), hasta alcanzar niveles insostenibles en el mediano plazo. Por un lado, el déficit de la balanza comercial respondía al brutal consumo de los americanos, que en los últimos años excedía sus posibilidades, alcanzando un déficit de casi 7% del PBI³³. En el año 2008, el déficit comercial fue de 677.000 millones de dólares, financiado parcialmente por la entrada de capitales extranjeros de 515.000 millones de dólares. Por tanto, cada 4 dólares que salían de Estados Unidos por exceso de consumo (canalizado a través de importaciones), 3 dólares retornaban al país para comprar activos financieros. Esto fue tan abultado, que el déficit de cuenta corriente de Estados Unidos absorbía aproximadamente el 75% del ahorro mundial (fundamentalmente de China, Asia emergente y los países del Medio Oriente). Por otro lado, la administración de George Bush inauguró una nueva era de déficit presupuestales crecientes, que se sobredimensionaron con los gastos de seguridad y defensa luego de los atentados terroristas del 11 de setiembre de 2001.

La otra causa relevante es el prolongado período de bajas tasas de interés durante la primera mitad de la década actual. Las autoridades monetarias de los Estados Unidos mantuvieron inusualmente bajas las tasas de interés de corto plazo, orientada a reducir los impactos negativos de la explosión de la “burbuja” de Internet en el año 2000, y luego del atentado de las torres gemelas en 2001 sobre la economía americana. El miedo a la deflación hizo que la Fed mantuviera las tasas de los fondos federales por debajo de 2% durante 3 años (2002-2004). Incluso, debido a la baja inflación, la tasa real de interés real estuvo por debajo de 1% desde mediados de 2001 hasta fines de 2005.

Las tasas de interés reales en el resto de las economías desarrolladas también estaban en sintonía con las de Estados Unidos. El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sus tasas de corto plazo por debajo de 1% desde mediados de 2001 hasta fines de 2005, y en Japón las tasas reales se han mantenido entre 0% y 1% durante toda la década. Además, muchas economías emergentes también mantuvieron tasas bajas de forma de contener la apreciación de sus monedas.

El impacto de las bajas tasas de interés americanas sobre la economía y las condiciones financieras mundiales fueron mayores a las esperadas, debido a que el dólar es la moneda de reserva internacional (64% de las reservas mundiales) y debido a que muchas economías tienen regímenes de tipo de cambio fijo (o cuasi fijo) contra el dólar.

³² Varias son las teorías sobre los patrones y las razones de estos flujos internacionales de capital: “saturación del ahorro mundial”, escasez de oportunidades de inversión en el mundo, deseo de diversificación internacional y apetito por activos líquidos de bajo riesgo por parte de las economías emergentes, aumento de divisas para contrarrestar la apreciación de la moneda fruto de los superávits de cuenta corriente.

³³ Desde el final de la crisis asiática (1999) hasta el comienzo de la crisis actual (agosto de 2007), el déficit acumulado de cuenta corriente de Estados Unidos alcanzó los 4.6 billones de dólares. En el mismo período, la deuda externa bruta del país prácticamente se cuadruplicó, alcanzando 13.4 billones de dólares hacia fines de 2007 (Fuente: U.S. Treasury).

Con bajas tasas (precio del dinero) y un contexto económico muy favorable, estaban dadas las condiciones para que el crédito creciera en forma espectacular en las economías desarrolladas, tal como sucedió. En Estados Unidos e Inglaterra, el crédito creció en un 7% y un 10% respectivamente entre los años 2003 y el inicio de la crisis (mediados de 2007). Los bancos fueron más flexibles con las exigencias para los préstamos, ya que la evaluación crediticia se basaba en la garantía y no en la capacidad de repago, y éstas eran las propiedades, cuyos precios subían. Es así como se produce la increíble expansión de los préstamos “subprime³⁴”. Entre los años 2001 y 2006, la emisión de éstos préstamos en Estados Unidos se cuadruplicaron, pasando de 160.000 millones de dólares a 600.000 millones de dólares. De esta manera, el crédito accesible permitió una expansión en la compra de viviendas, así como un notorio aumento en el nivel de deuda de los hogares³⁵.

Las bajas tasas de interés contribuyeron al auge de los mercados inmobiliarios y bursátiles³⁶. El precio de las propiedades en Estados Unidos, Inglaterra y varios países desarrollados aumentó más de 30% en términos reales, desde 2003 hasta alcanzar el pico entre los años 2006 y 2007. En Estados Unidos, entre los años 2000 y 2006, las propiedades subieron un 100%, creando una “burbuja” en el precio de las propiedades, ya que la especulación llevó a distanciar los precios de todo fundamento económico. Por otro lado, los mercados accionarios mundiales vivieron varios años de subas continuadas. Entre los años 2003 y el comienzo de la crisis (mediados de 2007), los mercados bursátiles subieron más de 90%.

Sin embargo, hubo un efecto menos previsto de las bajas tasas de interés. Cuando las tasas de interés son inusualmente bajas, tanto las instituciones financieras como los inversores privados reaccionan asumiendo mayores riesgos buscando alcanzar las rentabilidades prometidas o aquellas que consideran aceptables. Es decir, las bajas tasas de interés aumentan la asunción de riesgos (Rajan). Simplemente, la búsqueda de rentabilidades llevó a incurrir en riesgos, que a su vez no eran percibidos como tales debido a la próspera situación económica. El comienzo de la crisis no hizo más que dejar la falsa impresión de menores riesgos al descubierto. Es importante recordar las palabras de Borio (pp.12): “los riesgos que se construyen en los buenos tiempos simplemente se materializan en la adversidad”.

Estos efectos (auge de los mercados de vivienda, enorme expansión del consumo financiado con deuda y la búsqueda de rentabilidad) generaron una severa distorsión en la estructura económica. En el corto plazo, se creyó que la tendencia era superior a la real, manifestándose en los aumentos en la construcción de viviendas, en la producción de bienes de consumo duraderos (en particular automóviles) y en el incremento del sector financiero. Pero en el mediano plazo, las distorsiones provocadas por la falsa prosperidad (o burbuja) sobre la economía se hicieron evidentes, dejando sistemas financieros sobredimensionados, capacidad de producción mayor a la necesaria (automóviles) y en algunos países, un exceso de vivienda construida.

³⁴ Préstamos de alto riesgo de no pago o mala calidad.

³⁵ En Estados Unidos, la deuda privada pasó de 22 billones en el año 2000 (222% del PBI) a 41 billones en el año 2007 (294% del PBI).

³⁶ Lo que se dio fue un incremento en el valor actual de los activos al descontar los ingresos a tasas más bajas.

Causas microeconómicas

El epicentro de la crisis actual se localizó en el corazón del sistema financiero, dejando de manifiesto una serie de problemas y limitaciones en los mecanismos del sector. Estas condujeron a una suba pronunciada en las ganancias del sector, sin considerar los riesgos en los que se incurrían. En Estados Unidos, las ganancias del sector financiero históricamente representaron alrededor del 20% de las ganancias del sector corporativo, pero antes del estallido de la crisis representaban casi el 40%, reflejando la sobredimensión del sector.

En primer lugar, el sector operaba sobre una estructura de incentivos totalmente inadecuada:

- los emisores de los créditos no tenían incentivos de evaluar la calidad crediticia de los prestatarios ya que trasladaban el riesgo al mercado (a través de la securitización y la venta de productos financieros). Esto llevó a relajar los estándares normales de préstamo prudencial.
- las compensaciones de los ejecutivos se basaban en indicadores de corto plazo sin considerar los riesgos que asumían, que podían comprometer la solvencia de las instituciones, como sucedió. Los retornos no estaban ajustados por riesgo, y por tanto, tampoco las compensaciones. El aumento de la rentabilidad provenía del aumento del volumen de negocios, y no de la mejora en la gestión, lo que incentivaba a menores controles y mayores riesgos.
- las agencias calificadoras incurrían en conflicto de intereses, ya que tenían que calificar con buenas notas a los productos estructurados para que estos se pudieran vender (y cobrarán las comisiones que pagaban los bancos que emitían los productos), siendo cuestionable su independencia a la hora de valorar las emisiones. Además, la complejidad de los instrumentos financieros y su alto volumen de emisión hicieron más rentable la actividad de calificación, y provocó un aumento de la dependencia en las calificadoras. Justamente, la complejidad y el ritmo de emisión hicieron que las calificaciones perdieran contacto con la realidad, incrementando sin intenciones el riesgo sistémico.
- exposición de riesgos fuera del balance de los bancos, con el objetivo de reducir las necesidades de capital sin reducir los riesgos en forma apropiada.

En segundo lugar, el sistema financiero comenzó a aumentar enormemente los niveles de endeudamiento con los que operaba, justamente debido a estos incentivos. Las instituciones financieras buscando mejores rentabilidades (y por tanto mayores compensaciones para sus ejecutivos, llamados “bonus”) aumentaron la financiación mediante deuda, satisfaciendo a los accionistas de las instituciones³⁷. El aumento del apalancamiento no sólo aumentó la inestabilidad de las instituciones, sino la inestabilidad de todo el sistema financiero.

En tercer lugar, la complejidad y opacidad del sistema llevó a que se disminuyera la supervisión por parte de los distintos agentes (autoridades, agencias de calificación, inversores, analistas), ya que “parecía” sofisticado y seguro. En la práctica, la

³⁷ La rentabilidad para los accionistas es la rentabilidad sobre los fondos propios, que se calcula multiplicando el rendimiento de los activos por el cociente entre activos y fondos propios. Por tanto, cuanto mayor sea el apalancamiento, mayores las rentabilidades para los accionistas (propietarios).

complejidad desplazó a la supervisión activa, y ninguno de los agentes velaba por la seguridad del sistema, confiando en que otros agentes lo harían.

Todo esto se tradujo en una falta de regulación y supervisión adecuada por parte de autoridades y reguladores:

- La innovación generó dificultades en la supervisión, ya que se trataba de productos nuevos, sobre los cuales no había experiencia.
- Había un sistema financiero paralelo sin regulación, compuesto por intermediarios no bancarios y entidades fuera de balance, responsable en el año 2007 de la concesión del 30% del crédito en el mercado americano.
- Falta de regulación prudencial en productos financieros (CDOs, CDS, entre otros) y agentes financieros (Hedge Funds, fondos de Private Equity)
- Mala regulación y supervisión de Bancos Comerciales, Bancos de Inversión y Agencias Federales, entre otros.

La falta de regulación en determinados sectores del sistema financiero incentivó a los bancos a aumentar las operaciones en esos sectores. Los bancos están obligados a mantener capital para realizar actividades de riesgo (lo que genera un costo a las instituciones) y tienen limitado el endeudamiento dentro de su balance. Como un menor endeudamiento implicaba menores rentabilidades, los bancos instrumentaron los vehículos de inversión estructurados (SIVs, Conduits), que les permitía aumentar el riesgo sin aumentar los requerimientos de capital, ya que estaban fuera del balance.

Por último, la mala cuantificación del riesgo en las instituciones financieras jugó un rol importante. Actualmente, para cuantificar, valorar y gestionar el riesgo se utilizan herramientas estadísticas basadas en gran medida en la experiencia histórica (conocido como Value at Risk (VaR) o valor en riesgo). Los principales riesgos corresponden a eventos trascendentes pero poco frecuentes, que requieren una evaluación del tamaño de “las colas de distribución”. Por ser inusuales, existe poca información histórica, lo que obliga a simplificar el análisis, mediante el uso de la distribución normal para considerar el retorno de muchos activos (“de colas finas” o eventos poco frecuentes). Sin embargo, su frecuencia es en la realidad mayor que lo estimado, lo que lleva a subvalorar los riesgos (y consecuentemente sus coberturas). Incluso, en el caso de los nuevos instrumentos financieros su dificultad fue mayor, debido a la inexistencia de información estadística (series históricas) debido a ser precisamente nuevos. Esto fue lo sucedido con la titulización de hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos. Por tanto, estas herramientas demostraron ser simples e imprecisas, ocasionando decisiones erróneas.

En términos generales, la crisis puso de manifiesto el riesgo excesivo (o por lo menos un mayor riesgo que en el pasado) en el que incurría el sistema financiero actual, debido a su sobredimensión y a la existencia de un sistema financiero paralelo sin regulación cada vez más importante.

Algunas reflexiones

La mayoría de las crisis históricas son precedidas por liberalización financiera, como documentaron Kaminsky y Reinhart (1999). En ambos episodios, la rápida expansión del crédito y la innovación financiera condujeron a altos niveles de apalancamiento, creando vulnerabilidades importantes en caso de presencia de shocks adversos. Sin embargo, estos se dieron con características distintas.

En los años '20, el fenómeno de la expansión del crédito se centró específicamente en los Estados Unidos, fruto de su prosperidad y sólida posición financiera. En cambio, el “boom” del crédito entre los años 2004 y 2007 fue global, con aumentos en los niveles de endeudamiento y toma de riesgos de las economías desarrolladas, y en muchas economías emergentes. Pese a ello, en ambos casos la expansión del crédito permitió un notorio aumento del consumo, fundamentalmente de bienes durables.

Por otro lado, en ambos casos la innovación financiera acompañó la expansión del crédito. Simplemente lo que cambió fueron los vehículos de financiamiento y los instrumentos utilizados. Mientras las sofisticadas ideas financieras de esta crisis están relacionadas con productos respaldados por hipotecas, tanto en su emisión como en su distribución (productos estructurados, securitización), la innovación de la crisis de 1929 estuvo relacionada con los fondos de inversión, holdings y trust que especulaban con acciones de otras compañías. Las estrategias de marketing y los deseos de altas rentabilidades llevaron a que un gran número de americanos comprara acciones de empresas industriales en los años veinte, y un gran número de inversores dispersos por todo el mundo invirtiera en productos estructurados de crédito en los años previos a la actual. En cualquier caso, el apalancamiento para multiplicar las ganancias era una pieza clave del engranaje³⁸.

Es importante destacar que la integración económica y financiera en la actualidad es mucho más amplia e interconectada que en los años posteriores a la Primera Guerra Mundial. Por tanto, un shock financiero en Estados Unidos tiene muchos más impactos en los sistemas financieros globales actualmente que en los años treinta.

También difiere el desequilibrio económico de Estados Unidos con respecto al resto del mundo. En los años veinte, Estados Unidos era el principal acreedor del mundo, sus préstamos sostenían la recuperación y el desarrollo económico de muchos países. En cambio, en la década actual Estados Unidos es el principal deudor del mundo, cuyos desequilibrios alcanzaron dimensiones tan insostenibles que produjeron un colapso de gran magnitud.

d) Factores que propagaron y profundizaron la crisis

Dos aspectos explican como se amplificaron los problemas para provocar impactos tan dramáticos.

El primero nos permite entender como se produjo la implosión de algunos bancos, fundamentalmente los Bancos de Inversión. Los bancos y otras instituciones financieras (como hedge funds) se financian en los mercados. En situaciones adversas, la capacidad de financiarse disminuye, obligando a las instituciones a vender activos para manejar sus

³⁸ De la misma manera que aumenta el apalancamiento en periodos de euforia, cuando llega la desconfianza revierte el proceso, potenciando su deterioro.

necesidades de liquidez. La venta masiva de títulos disminuye el valor de los mismos, afectando a todos sus tenedores. En períodos extremos, como la crisis financiera actual, los compradores desaparecen, colapsando los precios de los mismos. Esto disminuye los activos de los bancos contabilizados a precio de mercado, lo que obliga a los mismos a vender más títulos para recomponer sus ratios de capital y absorber las pérdidas, forzando aún más la baja en los precios de los títulos. Esto no es otra cosa que una corrida bancaria "silenciosa" o "invisible". No hay cola en la puerta de los bancos, como sucedió en las distintas corridas bancarias de los años treinta, pero el banco colapsa de la misma manera. No es hacia fuera, sino hacia adentro. La falta de financiamiento y caída abrupta en el precio de ciertos activos financieros fue lo que no pudieron sortear algunos bancos, fundamentalmente los bancos de inversión, ya que no contaban con depósitos minoristas como fuente de financiamiento estable. El caso más emblemático fue el de Lehman Brothers.

El segundo responde a un factor psicológico. La confianza es el principal activo de los mercados financieros. Cuando ésta se pierde, se cae el sistema. Se llegó a un extremo de desconfianza tal, que los propios bancos no se prestaban entre sí, la base más esencial de cualquier sistema bancario.

Algunas reflexiones

Los problemas de liquidez y financiamiento en los bancos y otros intermediarios financieros jugaron un rol clave en la transmisión de las tensiones a lo largo del sistema financiero en ambas crisis. Sin embargo, los mecanismos son distintos, fruto de la evolución que ha tenido la estructura del sistema financiero desde los años treinta.

En la Gran Depresión, las presiones sobre la liquidez y el financiamiento vinieron de la caída en la base de depósitos. El pánico originado en los depositantes debido a su desconfianza en la solvencia de los bancos, llevó a que retiraran los depósitos en forma masiva (la principal fuente externa de financiamiento de los bancos).

Sin embargo, en la crisis actual, la presencia del seguro de depósitos jugo un rol clave en evitar las corridas bancarias. Estas fueron en los años treinta uno de los principales mecanismos de propagación y profundización de la crisis, debido al pánico de la gente de perder sus ahorros bancarios. Sin embargo, como enseñanza de las corridas bancarias de esa época, en 1933 se estableció en Estados Unidos el seguro de depósitos administrado por la FDIC (Federal Deposit Insurance Corp.). De esta manera, la quiebra de un banco no destruye los ahorros de los depositantes, sino que trata de mitigar el pánico de perder los depósitos, miedo que conduce a las corridas bancarias. Salvo la excepción de lo sucedido con el Northern Rock en Inglaterra, los sistemas bancarios no sufrieron corridas bancarias. Esto se debió precisamente a la existencia del seguro de depósitos (que fueron aumentados en la mayoría de los países) y las masivas inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales, a diferencia de los años treinta.

En la crisis actual, los problemas de financiamiento surgieron como factor desestabilizador en los bancos y otros intermediarios financieros, que dependían de los mercados financieros. La erosión de la base de financiamiento provenía de las preocupaciones de los inversores originadas por las crecientes pérdidas por la exposición a las hipotecas, fundamentalmente luego de la quiebra de Lehman Brothers. Debido a la

notable interrelación entre los distintos mercados monetarios, los problemas de financiamiento eran a escala internacional.

Por otro lado, en la década de 1930, los bancos eran la principal (y casi única) fuente de crédito, mientras que en la actualidad los mercados de capitales (a través de la securitización) y el sistema bancario paralelo³⁹ cumplen un rol clave en la creación de crédito. Este sistema bancario paralelo, sin regulación o levemente regulado, era responsable de la emisión y distribución del 30% de los créditos de la economía americana (antes del estallido de la crisis), aumentando la vulnerabilidad del sistema financiero en su conjunto. La crisis financiera de los años treinta fue básicamente una crisis bancaria. En cambio, la crisis actual se desató en el sistema paralelo, creando una compleja situación no sólo a los bancos tradicionales, sino fundamentalmente a los bancos de inversión (como Lehman Brothers, Bear Stearns), compañías aseguradoras (como AIG), hedge funds (que contribuyeron al colapso en el precio de distintos activos) y el mercado de créditos en general. Por eso, esta crisis que se conoce como la "crisis crediticia global", comenzó en un sector pequeños de créditos, pero se extendió a lo largo de todos los sectores crediticios del sistema financiero.

Pese a las diferencias en los mecanismos de transmisión, los efectos en ambas crisis en el comportamiento de las instituciones financieras fueron similares. Los problemas de financiamiento se tradujeron en la disminución del endeudamiento (“deleveraging”), masiva venta de activos (contribuyendo a su colapso en los precios), aumento de la preferencia por la liquidez y contracción crediticia. El efecto último fue en la economía, donde se redujo la disponibilidad de créditos, aumentando su costo.

Por último, una característica importante hizo más generalizada entre los americanos la crisis actual. Debido al desarrollo de los mercados de capitales, y a una mayor distribución del ingreso actualmente (que en los años treinta), el colapso actual de los mercados bursátiles en Estados Unidos afectó a una mayor cantidad de gente. En la actualidad, el 50% de los americanos tiene inversiones en la bolsa de Nueva York, mientras que en los años treinta se aproximaba al 30%.

e) Transmisión Internacional (y retroalimentación)

La crisis financiera actual sorprendió por su rápida propagación a lo largo de la economía mundial, golpeando con mucha profundidad a una gran cantidad de países.

En condiciones normales, las causas anteriores hubieran desatado una crisis que hubiera afectado en forma limitada la economía americana. Sin embargo, hay una serie de aspectos, que no estuvieron presentes en crisis anteriores, que son claves para entender como se convirtió en una crisis tan devastadora:

- productos estructurados de crédito – Las instituciones financieras tomaron la cartera de hipotecas, la dividieron en “tramos” o segmentos y las “empaquetaron” en productos financieros que luego eran vendidos a inversores de todas partes del mundo, diseminando los riesgos a lo largo del sistema financiero internacional. Como las tasas estaban bajas, y los inversores

³⁹ Formado por Bancos de Inversión, Hedge Funds, Private Equity Groups, Vehículos fuera de balance, Money Markets Funds e Intermediarios financieros no bancarios.

buscaban invertir en productos con altas rentabilidades, generaron una demanda muy importante de estos productos, lo que explica su crecimiento explosivo. La emisión de estos productos estructurados de crédito en Estados Unidos y Europa crecieron de 500 billones de dólares en el año 2000 a 2.600 billones de dólares en 2007.

- modelo de emitir y distribuir productos y riesgos a lo largo de todo el sistema financiero – la innovación financiera transfirió los riesgos de crédito de los emisores de los créditos hipotecarios a los distintos inversionistas. El objetivo era distribuir el riesgo, pero en los hechos no hicieron más que concentrarlo.

Como consecuencia de los desequilibrios macroeconómicos, una gran cantidad de liquidez ingresó buscando activos con mayores rentabilidades. Los inversionistas extranjeros invirtieron en activos en mal estado (pagando además precios excesivos debido al riesgo mal valorado), como sucedió con los títulos garantizados por hipotecas de alto riesgo (subprime) americanos. De esta manera, no sólo los inversores locales se vieron afectados con el estallido de la crisis, sino también inversores extranjeros, diseminando los problemas por todas partes del mundo, contagiando a otros países.

La crisis actual se demoró en manifestarse en otros países. Esta se produjo luego de la caída de Lehman Brothers, con el colapso del comercio internacional y el cambio abrupto en las condiciones financieras internacionales.

Algunas reflexiones

El epicentro de la política de comercio internacional en los años treinta estuvo marcado por la aprobación de la Ley Smooth-Hawley en 1930, la cual buscaba reducir las importaciones americanas para estimular el consumo de productos producidos en Estados Unidos. Si bien al momento de aprobarse la ley, los aranceles (que ya eran altos) pasaron de 38% a 41%, la caída de precios hizo que la tasa implícita del arancel subiera por encima de 50%. Esto se debió a que el arancel se fijaba como un monto fijo por volumen físico.

Esta ley produjo una importante caída en las exportaciones de los socios comerciales de Estados Unidos, introduciendo medidas similares como represalia, que condujeron a una caída en las exportaciones americanas.

Afortunadamente, debido a que el comercio internacional era una parte más pequeña de la economía de los países en aquellos años, los efectos depresivos sobre la actividad económica fueron más limitados.

Pero la aprobación de la Ley Smooth-Hawley tuvo un efecto no tan esperado. Esta reforzó el sentimiento que tenían los socios comerciales sobre el nacionalismo de los americanos, y les hizo pensar que ellos querían recuperarse a costa de sus socios. En el fondo, reflejaba el foco que habían puesto tanto la Administración Hoover como Roosevelt en los asuntos económico domésticos, sin considerar la interrelación con el resto de las economías. Esto dinamitó cualquier intento de cooperación internacional, donde cada país debía velar por sí sólo. Por ejemplo, Francia retrasó y luego quitó la asistencia crediticia a Austria a través del Bank for International Settlements (BIS) buscando forzar el diálogo sobre la formación de la unión aduanera entre Austria y Alemania (en clara violación a los Acuerdo de Versailles).

Si bien no es esperable que surjan políticas proteccionistas a gran escala (existen reglas de los acuerdo del GATT⁴⁰ y convenciones de la Organización Mundial del Comercio, OMC), algunas de las recientes políticas pueden conducir a reducciones en el comercio y a aumentar los conflictos comerciales. El “compre americano” del estímulo fiscal diseñado por la Administración Obama prioriza la compra de productos americanos, salvo los que violan acuerdos comerciales. Si bien no parece una amenaza real, por lo menos actualmente, no ha sido una buena señal⁴¹. Las políticas nacionales que imponen restricciones al comercio internacional se traducen en repercusiones negativas en otros países. La historia nos ha enseñado que las fricciones en el comercio dificultan la cooperación en otros aspectos de la política económica. El camino no es cerrarse al comercio, sino abrirse y aumentar la cooperación internacional. Los hechos de la década del treinta son una guía de lo que no hay que hacer. Por el contrario, la experiencia del siglo XX demuestra que para que se produzca una fuerte recuperación a nivel mundial, es necesario una expansión del comercio.

En 1931, luego de la devaluación de la libra esterlina, el Banco de Francia, el Banco Nacional de Bélgica y otros bancos centrales liquidaron no sólo sus balances en libras, sino también sus reservas en dólares, agravando la crisis crediticia en los Estados Unidos. Sin embargo, este tipo de medidas no se observaron en la crisis actual. Ni la quiebra de Lehman Brothers ni el agravamiento del déficit fiscal de Estados Unidos impidieron al gobierno chino de seguir canalizando su ahorro a través de la compra de bonos del tesoro americano y agencias federales americanas. Ni siquiera se planteó la posibilidad de liquidar las reservas en dólares.

La cooperación internacional ha sido una de las claves en esta crisis y un elemento diferenciador con respecto a la crisis de los años treinta. En aquellos años, los Bancos Centrales habían estado en constante comunicación, pero no habían podido trasladar las palabras en acciones concretas.

En contraste, en esta ocasión los acuerdos entre distintas autoridades monetarias y adopción de medidas conjuntas fueron moneda corriente. Esto generó una fuerte influencia para aliviar la situación actual.

En este sentido, hubo amplios intercambios de monedas entre la Reserva Federal, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra. También hubo extensiones en las líneas de intercambios de dólares y euros (swap lines) por parte del BCE a países europeos fuera de la zona euro y por parte de la Fed a México, Brasil, Korea del Sur y Singapur. Estas líneas de liquidez aliviaron las demandas de dólares y euros causadas por la repatriación de fondos por parte de hedge funds americanos y bancos comerciales europeos.

En la crisis actual, Estados Unidos y el resto de las principales potencias desarrolladas afectadas no sufrieron los problemas que un sistema de tipo de cambio fijo presentaba bajo presión. Por el contrario, al contar con tipos de cambio flotante, que dejaban que el

⁴⁰ Los acuerdos del GATT reflejaban la importancia de los países cooperando en políticas comerciales.

⁴¹ El presidente americano Barack Obama anunció a comienzos de setiembre de 2009 que va a imponer aranceles de 35% a la entrada de 1.8 billones de dólares en neumáticos de automóviles procedentes de China, en respuesta a la petición de los sindicatos americanos. También considero que esta fijación de aranceles no va a despertar una guerra comercial o un ciclo de medidas de represalia.

mercado fije el valor de acuerdo a la oferta y la demanda, dieron a las autoridades mayor flexibilidad monetaria.

f) Consecuencias

Pese a los graves problemas que dejó en evidencia esta crisis, la misma es mucho menos severa que la Depresión de los años treinta. Por más que sobre fines del año pasado los temores eran reales, en la actualidad no parece probable que se repita esa experiencia.

El PBI real en Estados Unidos ha caído aproximadamente 3.9% en los cuatro trimestres de contracción registrados entre el segundo trimestre de 2008 (punto máximo del ciclo) y el final del segundo trimestre de este año, mientras que el producto real cayó 10% en el primer año de recesión que comenzó en 1929. Incluso, la gran mayoría de las proyecciones indican que en el tercer trimestre la economía comenzaría a crecer, mientras que en la Gran Depresión la economía continuó cayendo hasta inicios de 1933, alcanzando una caída real de casi 30% hasta que comenzó una recuperación parcial. Para la zona euro, la pérdida acumulada del PBI alcanza casi 5% en los últimos cinco trimestres de contracción.

El desempleo americano, actualmente en 9.7%, va rumbo a alcanzar la tasa de dos dígitos, y se espera que el año que viene se sitúe entre 10% y 11%, mientras que el desempleo alcanzó el 25% en los años treinta, pese a la gran cantidad de programas de empleo público instrumentados.

En cuanto a la caída en el valor de los activos, las propiedades registraron una brusca caída en sus precios desde mediados de 2006, registrando a nivel nacional una caída de 32%. Es importante destacar que el colapso inmobiliario ha sido el elemento desencadenante de la crisis actual. En cambio, durante la Gran Depresión los precios de las propiedades no sufrieron una severa caída, registrando una disminución de aproximadamente 12% en los precios en los siete años que duró el ciclo bajista. Es decir, la caída actual es casi tres veces mayor a la registrada durante la Gran Depresión.

Los precios de las acciones cotizadas en la bolsa de Nueva York registraron una caída de 56.8% desde el pico (9 de octubre de 2007) hasta el piso (registrado el 9 de marzo de 2009). Si se mantiene el piso registrado en esa fecha, el ciclo bajista registró 17 meses. Por el contrario, el ciclo bajista experimentado durante la gran depresión duró algo más de 34 meses (desde el 3 de setiembre de 1929 hasta el 8 de julio de 1932), es decir fue el doble que el actual. Su caída también fue mucho más profunda, alcanzando una disminución de 89.2% durante la década de 1930.

Algunas reflexiones

En general, los episodios de crisis financieras severas comparten algunas consecuencias:

- Los precios de los activos colapsan en forma profunda y prolongada (como es el caso del precio de las propiedades y los precios de las acciones).
- Se registran fuertes caídas en el producto y el empleo
- El valor real de la deuda gubernamental tiende a subir en forma exponencial, fruto de la caída en los ingresos fiscales (como consecuencia de la contracción

económica), así como políticas fiscales tendientes a mitigar los efectos de la caída del producto.

Si bien han sido las dos crisis más severas de la historia económica moderna, nada iguala a las consecuencias que dejó la Gran Depresión. La crisis actual es por lejos, menos severa que la sucedida en los años treinta. Por grandes que sean las pérdidas americanas y europeas actuales, parecen mínimas al lado del derrumbe de casi 30% de las economías americanas y europeas verificadas durante la Gran Depresión. Como respuesta a estas diferentes contracciones económicas, las variables económicas se han comportado de distinta forma. El desempleo actual en Estados Unidos se acerca al 10% (9.7%), pero está muy distante del 25% de 1933, y del nivel mínimo de 15% de la década de 1930.

g) El comienzo de la recuperación

A mediados de marzo, los acontecimientos de la crisis financiera internacional marcaron un punto de inflexión. Los precios de los activos se recuperaron de sus valores mínimos (9 de marzo), y las volatilidades cayeron. La acumulación de medidas, sumadas a nuevas medidas más decididas transmitían cierto optimismo a los mercados, pese al panorama sombrío en las perspectivas financieras y económicas. Sin embargo, la mejoría en algunos mercados no se reflejaba en otros, donde persistían señales de disfunción. Esto era una clara señal que las intervenciones conjuntas de gobiernos y bancos centrales no había reestablecido la confianza en el sistema financiero internacional.

Una decisión clave en la confianza transmitida a los mercados fue el anuncio de los principales bancos centrales de ampliar la gama y los montos de los activos a comprar en forma directa. Esto produjo una sensible mejora en las valoraciones de los activos.

Al inicio de marzo de 2009, el Banco de Inglaterra anunció planes para comprar deuda pública y activos del sector privado. El 18 de marzo fue el turno de la Reserva Federal, anunciando que compraría hasta 300.000 millones de dólares en bonos del tesoro a largo plazo. En mayo, hizo lo propio el Banco Central Europeo (BCE).

Esto se produjo luego de los sorprendentes resultados favorables de los principales bancos americanos (10 y 11 de marzo), que provocaron un fuerte impulso optimista, que se reflejó en la suba de la renta variable, desde sus mínimos. Sin embargo, continuaban las señales de disfuncionalidad en los mercados, demostrando problemas de fondo sin resolver.

Los mercados seguían dando muestras de normalizarse, que se reflejaban en el aumento de la tolerancia al riesgo y la reducción de las primas de riesgo.

Más allá de las interrogantes que existían sobre la estabilización duradera del sistema financiero, la adopción de medidas de política económica sin precedentes desde fines de setiembre mostraba que había sido exitosa en detener la crisis financiera, por más que el proceso de normalización sería prolongado. La recuperación de la economía parecería estar en camino, sin saber si es una recuperación sostenida, o una recuperación fallida como sucedió en Estados Unidos en los años treinta.

h) Las medidas para la recuperación

El agravamiento de la crisis financiera internacional obligó a las autoridades económicas a medidas sin precedentes. Los bancos centrales de todo el mundo recortaron

agresivamente sus tasas de interés, en muchos casos alcanzando niveles cercanos a cero. En circunstancias normales, esto hubiese generado un brutal estímulo a la economía, pero la disfuncionalidad abismal del sistema financiero lo impedía. Esto obligó a los principales bancos centrales del mundo a adoptar medidas adicionales, en muchos casos "no convencionales". A continuación se detalla la política aplicada en los Estados Unidos, país epicentro de la crisis financiera, pero en el Anexo VIII se detallan las medidas adoptadas por los distintos bancos centrales, la coordinación de políticas entre los bancos centrales y las medidas adoptadas por los principales países para estabilizar el sistema financiero.

La Política Monetaria

Uno de los aspectos más característicos de esta crisis ha sido la respuesta sin precedentes realizada por las autoridades monetarias de los principales países, en forma independiente y en forma conjunta. La aplicación de la política monetaria americana se dio de dos maneras distintas:

a) Política Monetaria Tradicional

Los temores de no pago de los créditos originados por la caída en el precio de las propiedades, llevó a que aumentara el riesgo, que se manifestó en el aumento de la tasa de interés y en el aumento de las exigencias en los crédito.

Para aliviar estos problemas crecientes en los mercados de crédito, que se comenzaron a exhibir en agosto de 2007, la Reserva Federal comenzó a utilizar la política monetaria ya en setiembre de 2007, bajando la tasa de interés de referencia (Fed Funds Rate), en la primera de una serie de bajas continuadas que llevaron la tasa al rango entre 0% y 0.25% actual. Lo propio también se hizo con la tasa de redescuento.

b) Política Monetaria No Tradicional

Debido a los problemas crecientes, y a la generalización de los problemas en los distintos mercados de crédito, la Fed utilizó la Sección 13(3) de la *Federal Reserve Act* para crear nuevas facilidades de préstamos para complementar la política tradicional.

Esta expansión de las facilidades se hizo de 3 maneras:

- *Primer tipo de expansión: extender la duración de los préstamos*
El 17 de agosto de 2007, la Fed aumentó el plazo para los créditos primarios a 30 días, muy distinto a la tradicional ventanilla de descuento overnight. El 12 de diciembre, la Fed estableció el *Term Auction Facility (TAF)* para proveer fondos a las instituciones para una mayor duración (entre 28 y 84 días).
- *Segundo tipo de expansión: extender las garantías aceptadas*
El 11 de marzo de 2008, la Fed amplió la gama de activos aceptados como garantía, a través del *Term Securities Lending Facility (TSLF)*. Este programa disponía de fondos por 28 días aceptando como garantía una gran cantidad de activos respaldados por hipotecas. Otra expansión de las garantías fue el *Primary Dealer Credit Facility (PDCF)* establecido el 16 de marzo. Este otorgaba

préstamos overnight aceptando cualquier activo garantizado por otro banco. El 25 de noviembre se estableció el *Term Asset-Backed Securities Lending Facility (TALF)* que aceptaba activos de calidad respaldados por préstamos estudiantiles, préstamos de automóviles, préstamos de tarjetas de crédito y préstamos garantizados por pequeñas empresas.

- *Tercera Extensión: ampliar el alcance de las facilidades de préstamos*
Esta se comenzó a aplicar luego de la quiebra de Lehman Brothers, en setiembre de 2008, que generó una distorsión sin precedentes en los mercados financieros. Para asistir en el financiamiento corporativo de corto plazo estableció tres programas: *Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)*, *Commercial Paper Funding Facility (CPFF)* y *Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)*.

Cada uno de estas facilidades ("facility") buscó atacar una particular necesidad de liquidez en los mercados financieros.

Para realizar todo esto, la Fed realizó una expansión sin precedentes de sus activos y pasivos, duplicando en el último trimestre de 2008 la base monetaria.

La quiebra de Lehman Brothers el 15 de setiembre de 2008 marcó un punto de inflexión en la economía mundial y en la política monetaria. Demostró que las masivas asistencias de liquidez por parte de la Reserva Federal no iban a ser suficientes para detener la crisis financiera. Estas debían complementarse con planes gubernamentales.

Los Planes del Gobierno Americano

- a) *Troubled Asset Relief Program, TARP (3 de octubre de 2008)* – En la mayor intervención en los mercados financieros, la propuesta original de la Administración Bush consistía en la compra de activos respaldados por hipotecas y otros activos problemáticos por 700 billones de dólares. De esta manera, se buscaba aliviar la situación de los bancos, y poder restablecer el crédito. La dificultad de valorar los "activos tóxicos" de los bancos, las demoras en su implementación y el no abarcar al sistema financiero paralelo impusieron los problemas iniciales. Unos días después, el gobierno copió lo adoptado por gobiernos europeos: la inyección de capital en acciones de los principales bancos americanos (a través de este plan)⁴².
- b) *American Recovery and Reinvestment Act (Febrero de 2009)* – El programa de estímulo de la recién asumida Administración Obama fue por 787 billones de dólares, que combinaba aumento del gasto público con baja de impuestos para revitalizar la demanda agregada. El presidente Barack Obama anunció una "oportunidad para transformar la economía" a través de inversiones en infraestructura, educación y proyectos de energía. El mismo, de concepción keynesiana, consistió en gastos federales por 499 billones de dólares (63%) y recortes impositivos por 281 billones de dólares (37%). El objetivo del programa se basó en la idea de crear o salvar aproximadamente 3.5 millones de empleos durante 2009 y 2010, contribuyendo con 1% al PBI en 2009 y 3.2% en 2010.

⁴² Este programa tiene varios precedentes históricos, como el *Reconstruction Finance Corporation* de los años treinta, que inyectó 1.3 billones de dólares en 6.000 bancos (equivalente a 200 billones de hoy).

c) *Financial Stability Plan (febrero de 2009)* – El plan buscaba "apuntar a la incertidumbre, los activos problemáticos y las restricciones de capital de las instituciones financieras al igual que el paralizado mercado secundario que ha sido la fuente de alrededor de la mitad de los préstamos de todos desde créditos a las pequeñas empresas hasta créditos automotores. El plan se compuso de varias partes:

- *Financial Stability Plan* – A través del nuevo programa de salvataje "Capital Assistance Program", las 19 instituciones con activos mayores a 100 billones de dólares se sometieron a "pruebas de resistencia" ("stress test") de modo de evaluar las necesidades de capital de los principales bancos. Los bancos que necesitaron capital, recibieron fondos a través de la compra de acciones preferidas, que podían transformarse en acciones ordinarias.
- *Fondo de Inversión Público-Privado (PPIP)* – Buscando "limpiar" los balances de los bancos con activos tóxicos, se buscó determinar en forma privada el precio de los activos problemáticos, financiado mediante una asociación público-privada. Para este plan, se contó con un capital inicial de 500 billones de dólares, con potencial de expandirlo a 1.000 billones de dólares
- *Consumer & Business Lending Initiative* – Buscando contrarrestar la paralización de los mercados secundarios y securitización de los créditos, se buscó reactivarlos a través del otorgamiento de facilidades a privados para la compra de préstamos. Para ello se amplió el programa (anunciado en noviembre de 2008 pero no implementado) en 5 veces. Se dispusieron de 1.000 billones como límite.
- *Housing Support and Foreclosure Prevention* – Con este plan se buscó estabilizar el mercado inmobiliario a través de :
 - a) Destinar 75 billones de dólares para permitir a entre 4 y 5 millones de propietarios de inmuebles "responsables" a refinanciar sus hipotecas existentes por nueva deuda de Freddie Mac y Fannie Mae, intervenidas por el gobierno en 2008.
 - b) La compra por parte del gobierno de hasta 100 billones de dólares en acciones preferidas de cada una de las dos agencias federales estatizadas⁴³ (Freddie Mac y Fannie Mae), duplicando los fondos aprobados en setiembre de 2008.

El nuevo gobierno apostó a combatir los efectos en los dos frentes, inyectando nuevos fondos por aproximadamente 2.500 billones de dólares. Las medidas ayudaron a aliviar la situación, ya que las políticas macroeconómicas complementaron las medidas financieras. Debido a que los problemas financieros limitan la eficacia de la política monetaria, se buscó el estímulo fiscal como algo prioritario, y no como algo secundario (o no relevante) como sucedió durante la peor fase de la Gran Depresión.

Las reformas estructurales

⁴³ Ambas agencias financiaron o garantizaron casi tres cuartos de los nuevos créditos hipotecarios de 2008.

Históricamente, las crisis han llevado a reformas regulatorias y nuevas legislaciones, de forma de evitar repetir los sucesos vividos.

La crisis de 1929 dejó como legado una gran cantidad de agencias gubernamentales, que contribuyeran a evitar una crisis tan profunda como la vivida. En este sentido, se destacan la creación de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) para evitar las corridas bancarias y la Securities and Exchange Commission (SEC) para regular la actividad financiera. Muchas medidas adoptadas en los años treinta continúan vigentes en la actualidad.

Como en el pasado, las reformas estructurales ocuparán la agenda de las autoridades y reguladores, luego de consolidada la etapa de la recuperación. Esta etapa recién está comenzando. La historia nos muestra que las crisis profundas traen cambios profundos. No caben dudas que los cambios y regulaciones a introducir en el sistema financiero van a marcar las reglas en las próximas décadas, al igual que sucedió con la Gran Depresión. De lo contrario, se habrá desperdiciado el enorme costo de los últimos dos años.

i) Algunas reflexiones de política y resultados

Una de las grandes diferencias entre las políticas económicas actuales y las de los años treinta es el notable desarrollo de la macroeconomía como campo de estudio y el pensamiento crítico sobre la política económica ganada con la experiencia. Gracias a los estudios de John Maynard Keynes⁴⁴ y de Milton Friedman⁴⁵, actualmente tenemos un mejor entendimiento sobre como los gobiernos pueden (dentro de ciertos límites) reducir la severidad de las contracciones económicas. Y contamos con las enseñanzas de la historia para aprender de los errores, cosa que no se tenía en aquellos lejanos años. La Fed enfrentó el inicio de la crisis en 1929 con sólo 16 años de experiencia, mientras que para esta crisis ya contaba con 94 años de experiencia. No es poca cosa.

Todo esto posibilitó a las autoridades americanas y de otros países desarrollados evitar los errores que transformaron la recesión comenzada en agosto de 1929 en la Gran Depresión.

Política Monetaria

El análisis de Friedman y Schwartz sobre la política monetaria en la Depresión nos demostraron que mantener o expandir la oferta monetaria es fundamental para sostener e incrementar la demanda agregada. La contracción de la oferta monetaria (básicamente moneda y depósitos) en los años treinta se vio agravada debido a que la oferta de dinero bancario (crédito) era la base (y casi única) vía de crédito a las empresas y personas. Entre los años 1928 y 1933, la Reserva Federal redujo la oferta monetaria en más de 25%. El no contar con estos estudios llevó a que la depresión se profundizara y alargara. Durante la primera fase de la Gran Depresión, la política contracíclica fue prácticamente inexistente, debido a la llamada “mentalidad del patrón oro”, la cual pregonaba por la estabilidad

⁴⁴ El pensamiento Keynesiano nos enseñó como el gasto del gobierno puede aumentar el PBI y reducir el desempleo.

⁴⁵ Los estudios de Friedman nos enseñaron que los recortes impositivos temporales son relativamente inefectivos si no cambian los incentivos a gastar, y los aumentos de impuestos permanentes contribuyen a contraer el gasto.

(reservas de oro estables y equilibrio en el presupuesto del gobierno) a través del uso de la política tradicional. El único efecto positivo que causó una expansión automática en la oferta monetaria fue la ruptura con el patrón oro en 1933 (realizada al asumir el presidente Roosevelt). Este cambio de régimen consistió en una importante expansión monetaria, que dio el puntapié inicial para la recuperación.

Los estudios de Friedman sobre la importancia del dinero y del crédito estuvieron bien presentes en el diseño de las políticas de la Fed. Los principales bancos centrales inyectaron masivas asistencias al sistema financiero para aliviar los problemas de liquidez y redujeron a niveles mínimos históricos las tasas de interés. Luego de la quiebra de Lehman Brothers, la Fed duplicó la Base Monetaria, en una medida sin precedentes, y en el extremo opuesto a lo sucedido durante la Gran Depresión. Además, la Fed y la Tesoro Americano actuaron en conjunto para combatir la contracción crediticia y extender el crédito a la economía. Incluso, además de la asistencia a los bancos, apoyaron el crédito en todos los frentes: Money markets mutual funds, papeles comerciales, hipotecas de Freddy Mac y Fannie Mae, y préstamos directos al consumo. Esto fue instrumentado para compensar la interrupción de los préstamos de los bancos debido a la creciente tasa de morosidad de las hipotecas y otros préstamos que creaban incertidumbre sobre el valor de los activos existentes, y las necesidades futuras de capital.

Luego de convivir con 4 años de agonía en los bancos, en 1933 se instrumentaron cambios sustanciales para estabilizar y fortalecer el sistema bancario. Por el contrario, luego de la quiebra de Lehman Brothers, se necesitaron sólo 18 días para que el gobierno americano (Administración Bush) y el congreso pusieran el primer plan (Programa TARP) para estabilizar y combatir los problemas bancarios. La Administración Obama puso un nuevo plan para resolver los problemas bancarios. Todavía no podemos determinar el éxito para remover los “activos tóxicos” de los balances de los bancos ni confirmar la recuperación del sistema bancario, pero en esta crisis se actuó con mayor rapidez y eficacia.

Política Fiscal

En el terreno fiscal, los historiadores económicos no ven en la política fiscal un factor que contribuyó a la recuperación en los años treinta porque no fue usada a gran escala (con la excepción de Alemania y Japón). El margen para expandir la política fiscal durante los años treinta fue muy limitado. Como el gasto del gobierno federal era sólo el 3.4% del PBI en 1930, el aumento del 40% en el gasto que resultaron de la aplicación de distintos programas puestos en marcha por la Administración Roosevelt fueron equivalentes sólo al 2% del PBI (Feldstein) . También había muy poco espacio para un recorte permanente de impuestos, ya que los ingresos por concepto de impuestos representaban sólo el 4% del PBI. Sin embargo, al contrario de lo propuesto por Friedman en estos casos, el gobierno duplicó la tasa de impuestos aplicada a los individuos de altos ingresos entre 1929 y 1932 (Administración Hoover) contribuyendo a profundizar la depresión, y también en 1936 (Administración Roosevelt), ayudando a la contracción económica de 1937.

La Administración Obama ha reconocido la necesidad de un importante estímulo fiscal, de clara concepción keynesiana. Los resultados de estos planes recién se verán transcurridos los meses donde se podrán observar los efectos de los estímulos sobre la economía. Algunas críticas sobre estos planes se centran en la escasa magnitud del

estímulo (787 billones de dólares en 2 años, 5.5% del PBI) visto la brutal caída en el consumo y la inversión⁴⁶, mientras otras se centran en la lentitud de su implementación.

Aproximadamente el 65% se va a destinar a gastos gubernamentales en bienes y servicios, mientras el 35% restante se centrará en reducciones impositivas (temporales, por dos años). Siguiendo las enseñanzas de Friedman, estas reducciones temporales de impuestos resultarían inefectivas para estimular la economía. Según los datos de abril y mayo de 2009, de los 180 billones de dólares de aumento en el ingreso disponible de los americanos por este concepto, sólo 25 billones de dólares (13,88%) se volcó al aumento del consumo, mientras que la gran mayoría del dinero se canalizó en pago de deudas o aumento del ahorro.

El liderazgo en cuanto a los paquetes fiscales vino de la mano de China, cuando en noviembre de 2008 anunció un paquete de 4.000 billones de yuanes (585 billones de dólares) buscando incentivar la demanda interna como forma de contrarrestar el colapso de las exportaciones.

Evitando la depresión

Conociendo la historia, la Reserva Federal (y especialmente su Presidente Ben Bernanke) sabían que la deflación era un problema muy grave, porque la caída de los precios y las expectativas que siguieran cayendo empeorarían las condiciones, conduciendo la economía a una depresión. Bernanke consideró que la mejor forma de abordar la deflación era que la Fed inundara la economía con dinero de modo de convencer al público de que la inflación crecería en el futuro. Este buscado efecto sobre las expectativas de la gente fue lo que motivó la brutal ampliación de la oferta monetaria y las reservas bancarias, aún cuando hacerlo no disminuyera las tasas de interés (debido al inusual nivel de tasas bajas). Esta política de la Fed fue imitada por el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón, y se dio a conocer con el nombre de “flexibilización cuantitativa”. Al día de hoy, pese a los costos, esta política ha sido exitosa porque ha evitado la depresión de precios, y sus nefastos efectos sobre la economía.

La coordinación entre políticas

En la crisis actual, hubo un fuerte y decisivo uso de los distintos recursos de política. Indudablemente, las lecciones aprendidas de la experiencia de los años treinta provocaron un cambio sustancial en las políticas monetarias y fiscales.

Además, en la crisis actual el sistema monetario internacional no fue impedimento para la eficacia de las respuestas de política, como sucedió en los años treinta, cuando el patrón oro conducía a ajustes deflacionarios. Muchos países europeos deficitarios se veían limitados de aplicar una política monetaria expansiva y sus operaciones de prestamista de última instancia debido a las pérdidas potenciales en las reservas de oro. La convertibilidad del oro imponía fuertes restricciones. Por el contrario, en los principales países superavitarios (Estados Unidos y Francia) los márgenes para políticas reflacionarias debido al ingreso de oro no fueron explotadas.

⁴⁶ Por ejemplo, Martin Feldstein (2009, pp.6) considera que debido al diseño específico del paquete de estímulo resulta muy pequeño el aumento del PBI por cada dólar de aumento de deuda.

Los resultados al día de hoy han demostrado lo acertado de las medidas aplicadas en la actualidad, que permitieron alejar los temores de una segunda Gran Depresión. Sólo resta esperar si estas serán efectivas para una recuperación sostenible.

IV. Lecciones históricas

a) La crisis de 1929

Los episodios de la Gran Depresión han sido no sólo uno de los momentos más críticos de la historia económica moderna, sino también ha sido uno de los momentos que más enseñanzas ha dejado a lo largo del tiempo, cuya influencia llega al día de hoy. No hay mejor forma de representar lo que significa este mojón en la historia, que recoger las palabras que dan inicio al trabajo de investigación de Bernanke (actual presidente de la Fed) en agosto de 1994: “Entender la Gran Depresión es el Santo Grial de la macroeconomía. No sólo la Depresión dio nacimiento a la macroeconomía como un campo distinto de estudio, sino también la experiencia de los años treinta continúa influenciando las creencias de los macroeconomistas, las recomendaciones de política y la agenda de investigadores”.

Varias son las lecciones que han quedado marcadas a fuego en la historia económica:

- El Banco Central y las agencias gubernamentales tienen una importante responsabilidad para mantener la estabilidad del sistema financiero. Las crisis bancarias de la década de 1930 tanto en Estados Unidos como en otros países fueron una fuente significativa de contracción económica, debido a sus efectos sobre la oferta monetaria y la oferta crediticia.
- La estabilidad de precios tiene que ser un objetivo esencial de la política monetaria. La Reserva Federal, permitiendo las constantes caídas en la oferta monetaria y en el nivel de precios sobre fines de la década de '20 y los primeros años de la década de '30, desestabilizó la economía americana y las economías de otros países, a través de la transmisión del patrón oro. La política monetaria tiene todas las herramientas para eliminar la deflación, sin importar la magnitud de la misma.
- La incidencia de las políticas bancocentralistas sobre la economía. La adherencia al patrón oro, la actitud pasiva de dejar quebrar todos los bancos insolventes, y la incorrecta visión de que las bajas tasas de interés implicaron una política monetaria laxa provocando un derrumbe sobre la economía americana. La contracción monetaria fue una importante causa de la Depresión, y la expansión monetaria fue un componente clave de la recuperación. La Gran Depresión sirve como ejemplo para saber lo que no hay que hacer para prolongar una severa caída en el producto.
- La importancia del estímulo fiscal. Cuando las tasas de interés son llevadas hasta niveles muy bajos, la política fiscal es el instrumento más efectivo para estabilizar la economía. Bajas tasas no implica el fin de la aplicación de políticas por parte de autoridades.

b) La crisis actual

Leyendo los trabajos realizados por Bernanke sobre la Gran Depresión, es sorprendente como pueden encontrarse ideas y opiniones que luego fueron las que lo guiaron en el liderazgo de la Reserva Federal, una vez que la crisis se hizo presente. “Las ideas son críticas” Bernanke (2004).

Es bueno recordar la afirmación de Lucas (1993, pp. 271): “Si nosotros sabemos lo que una depresión es, nosotros tenemos que ser capaces de crear una”. Del mismo modo, si sabemos como crearla, también sabemos como evitarla.

Esto es lo que tuvo muy claro el Presidente de la Reserva Federal Fed Ben Bernanke, un reconocido estudioso de los episodios de la Gran Depresión. El entendía perfectamente bien que los errores y las omisiones de política eran responsables, en buena medida, del colapso económico de la década de 1930. También sus colegas de las principales potencias. Las autoridades han aprendido las lecciones de la historia y se comprometieron a evitar repetir lo peor del pasado. Lo que pasó antes no dejaron que volviera a pasar.

Del mismo modo, la crisis actual ha dejado una serie de lecciones, que si bien algunas no son ninguna novedad, muchas veces se subestiman:

- El principal mecanismo de transmisión de una crisis financiera a la economía es la contracción repentina del crédito (“credit crunch”). Una profunda crisis financiera puede causar un enorme daño a la economía, con el consecuente costo humano. Un sistema financiero sano, donde el crédito fluya sin dificultades, es necesario para el desarrollo económico.
- Las crisis financieras no respetan fronteras. La crisis actual ha sido global, sin encontrar un país que no haya sufrido en mayor o menor medida los efectos. La inmunidad ante grandes crisis financieras mundiales es un concepto inaplicable.
- La crisis financiera ha expuesto lo importante que son las interconexiones en el sistema bancario, el sistema de pagos y los mercados de capitales.

La sucesión de eventos desarrollados en los últimos dos años han reflejado las debilidades en el manejo del riesgo en el sector privado, y la mala supervisión pública sobre el sistema financiero.

La diferencia con las lecciones de los años treinta es que aquellas fueron aprendidas y asimiladas, como se demostró en el manejo de la crisis actual. Sin embargo, aún no sabemos si aprenderemos las lecciones que nos deja esta crisis.

PARTE B: El impacto de las crisis: El Caso Uruguayo

Luego de analizadas las dos crisis dentro del panorama internacional, es relevante considerar lo que sucedió en nuestro país tanto en aquel distante momento de la década de 1930 y lo que está sucediendo en estos momentos.

No es sólo un eslabón más dentro de la cadena de transmisión de la crisis mundial, sino que los impactos y las respuestas a dichos impactos representan experiencias de aprendizaje que también deja lecciones domésticas.

V. Las crisis en el Uruguay

Las crisis originadas en el exterior, fundamentalmente las de gran magnitud, han afectado de distinta manera a la realidad uruguaya, ya sea por el canal comercial y/o por el canal financiero. De una u otra manera, siempre acusamos el golpe.

a) La crisis de los años treinta

Antecedentes

En los años previos a (año del comienzo de la recesión que da origen a la posterior Gran Depresión), el Uruguay vive en la década de 1920 un período de caída (1920-25) y auge (1925-29). La tasa de crecimiento anual del PBI en el primer período fue de 1.2%, mientras que en el siguiente fue de 4.9%, los llamados años "locos".

Luego de la expansión de la demanda mundial de nuestros productos comercializables durante la Primera Guerra Mundial, viene una contracción económica severa a partir de 1920, acompañada (o motivada) por el desplome de los precios de los distintos commodities. Esta se extiende hasta 1925, donde se produce una recuperación en los niveles de actividad hacia fines de la década, cuando se desata la crisis en Estados Unidos (y las potencias europeas).

La llegada de plantas frigoríficas al Río de la Plata fueron responsable en gran medida del crecimiento de los valores de exportación entre 1910 y 1930 (era la principal industria de ese momento).

Una de las decisiones más trascendentes en aquellos años fue el abandono del patrón oro (fenómeno casi universal) el 8 de agosto de 1914, decisión política sumamente discutida debido al argumento de no poder mantener la convertibilidad de sus billetes a oro pese a la sólida posición de reservas y crecimiento⁴⁷. Se lo sustituye por un régimen de flotación con tipo de cambio único, donde el mercado definía la oferta monetaria interna ("modelo de dinero pasivo"). El Dr. Enrique Arocena y el Dr. Ramón Díaz coinciden en establecer las causas que llevaron al abandono del sistema monetario: el interés del BROU⁴⁸ (estatizado en 1911) de continuar con su expansión en la política crediticia (como estrategia de fomento), y para evitar la huida de la moneda hacia el oro y la consiguiente pérdida de reservas. De hecho, también se estaba acompasando a la tendencia internacional.

⁴⁷ La suspensión de la convertibilidad fue permanente, mientras que como vimos en otros países fue transitorio (por ejemplo Inglaterra y Francia).

⁴⁸ El Banco Central del Uruguay (BCU) no se crea hasta 1967.

Se observa también la expansión del Estado como agente económico⁴⁹. Esto era una manifestación más de la concepción “proteccionista” que venía evolucionando desde la segunda mitad del siglo XIX⁵⁰, y que se acentuó en el período dominado por José Batlle y Ordóñez. La legislación fue acompañando esa evolución. Sin embargo, el país se mantuvo en un período “liberal”.

Impactos de la crisis

Emisión y nivel de precios (Década de 1930) - Uruguay										
Año	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939
Emisión (\$1968)	2,5	9,3	6,9	-2,8	1,5	51,5	3,3	-1,3	1,7	10,9
Inflación	0,0	0,0	-2,3	-4,6	0,0	2,4	0,0	0,4	0,4	0,5
Resultado fiscal (% PBI)	-0,8	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-0,5	0,5	1,0	1,0	0,8

Fuente: Enrique Arocena, *Proceso Histórico de la Economía Uruguaya*

La crisis mundial iniciada en 1929 golpeó con profundidad a nuestro país, originando importantes cambios que perduraron por varias décadas. Las palabras del Dr. Carlos Quijano son más que elocuentes: “La crisis de 1929-30 divide en dos – como si se tratara de una cumbre – las aguas de nuestro techo⁵¹”. De hecho, si se toma el año 1931 como eje, se ve claramente un punto de inflexión. Se pasa de una etapa caracterizada por una economía abierta (modelo agro-exportador), con importantes flujos comerciales, continencia monetaria y disciplina fiscal, por un período con características opuestas: economía cerrada, contingentamiento de las importaciones, incontinencia monetaria y desequilibrios fiscales. Indudablemente, se cambió el rumbo.

En todo esto influye intensamente el factor exógeno, es decir, lo que viene del exterior como efecto de la crisis mundial. Se produce una fuerte orientación al proteccionismo, al aislamiento, y nuestro país no es ajeno a ese movimiento. Se produce una drástica caída del comercio internacional, caída de precios, reducción de ingresos, provocando una sensible disminución de la actividad interna, que se tradujo en un aumento de la desocupación. En la década de 1930 se comienza un nuevo período de caída.

Uno de los principales problemas que enfrentó el Uruguay fue la crisis cambiaria de fines de los años veinte y principios de los treinta. El BROU, al igual que a comienzos de los años '20, intervenía en el mercado de cambios evitando que el tipo de cambio se apartara de forma importante de la paridad⁵², “ensuciando la flotación”. En abril de 1929 el BROU dejó de hacerlo, provocando que el peso se depreciara más allá de los máximos habituales. Esto llevó al Dr. Ramón Díaz a concluir que la crisis cambiaria fuera gestada internamente (y no por la crisis internacional), ya que la recesión en Estados Unidos

⁴⁹ El estado domina en el sector bancario y los principales servicios públicos. Luego se extiende a la producción de bienes esenciales, como la carne (con la creación del Frigorífico Nacional) y el petróleo (con la creación de ANCAP).

⁵⁰ La creciente tendencia proteccionista se materializó en las leyes de 1875 y 1888, así como en la creación del Banco de la República (BROU), con el monopolio de la emisión.

⁵¹ Dr. Carlos Quijano, “La Economía Uruguaya entre 1880 y 1965”, pp. 129.

⁵² La paridad estaba fijada en \$4.70 por libra y 0.967 por dólar.

comenzó en agosto de 1929 y el crac de la bolsa de Nueva York ocurrió en octubre del mismo año.

Pese a la prosperidad de los años previos, el pánico por las consecuencias de la crisis dejó “como único camino de salvación la clausura económica y un estado paternalista⁵³”. Es un período que se caracterizó por un dirigismo y un intervencionismo absoluto del Estado en el manejo del comercio exterior, la moneda y los cambios. Se producen sucesivas estatizaciones y monopolizaciones. En 1931 se otorga por ley el monopolio de la producción de Combustibles, Alcohol y Pórtland a una empresa pública. También el mismo año se expropián las compañías telefónicas privadas y el estado pasa a tener el monopolio de las telecomunicaciones. En 1935, se crea la Cooperativa Nacional de Productores de Leche (CONAPROLE), otorgándole el monopolio del abastecimiento de leche en Montevideo.

“El hecho político está vinculado al hecho económico” (Quijano, pp. 139). Las malas condiciones económicas llevaron a que se dé el Golpe de Estado el 31 de marzo de 1933, disolviendo el Poder Legislativo y la parte colegiada del Poder Ejecutivo (el Consejo Nacional de Administración). La nueva Constitución entra en vigencia en 1934.

En este período se produce un drástico vuelco tanto en materia de política monetaria como de política comercial, que se analiza a continuación.

Política Monetaria

Luego del estallido de la crisis, las condiciones internacionales (que determinaron una significativa caída en los precios de intercambio) contribuyeron a acentuar la depreciación, que ya había comenzado. Mientras que en febrero de 1930 había alcanzado sólo un 15% de las paridades legales, en julio de 1931 rondaba en el 50%, lo que confirmaba el fuerte aumento en la tasa de depreciación de la moneda.

En 1931, contrariamente al sistema de flotación libre que venía funcionando por el retiro del BROU del mercado de cambios, se establece el Control de Cambios⁵⁴, que va a durar hasta junio de 1974, siendo una de las decisiones más trascendentes de la historia económica uruguaya. Todos los dólares del exportador pasaban a manos del estado. Se esperaba el restablecimiento de la estabilidad que se había logrado con el patrón oro. De esta manera, el Estado pasa a instrumentar el funcionamiento de la economía, reduciendo el rol del mercado a una mínima expresión.

Esta fue una decisión que marcó el futuro de las siguientes décadas del país. En palabras del Dr. Díaz: “Difícilmente podrá encontrarse en la historia del Uruguay otra medida que haya ejercido una influencia tan intensa, tan prolongada y tan adversa a la economía del país” (Historia Económica de Uruguay, pp.316).

De esta manera, el BROU comienza el manejo de todas las operaciones de cambio internacional, de los mercados del comercio internacional, de la banca privada, las tasas de cambio, las operaciones bursátiles, entre otras. Como sostiene Enrique Arocena, lo que

⁵³Dr. Ramón Díaz, “Historia Económica de Uruguay”, pp. 298.

⁵⁴ Ley 8.729 (29 de Mayo de 1931). Luego es seguida de otras leyes y decretos en distintos años. En 1941 se aprueba la Ley No. 10.000, que facultaba al contralor público de exportaciones e importaciones.

se consiguió fue “el disfuncionamiento del régimen monetario cambiario, y la detención de las inversiones”⁵⁵.

En 1934, incapaz de reprimir las actividades del mercado paralelo (que burlaba el control oficial), autorizó el “tipo de cambio libre” (o “libre financiero”). Como consecuencia, el país pasó a tener dos tipos de cambio: uno controlado para las transacciones de comercio exterior, y otro para transacciones en cuenta de capital y sobre “invisibles” de cuenta corriente determinado por las fuerzas del mercado. Esto hizo que el control de cambios perdiera gran parte de su significación monetaria (Díaz).

Política Comercial

Protección formal de la economía uruguaya - Década de 1930	
Año	Medidas
1931	Aumento al 48% del gravamen a las importaciones competitivas de la industria nacional.
	Pago del arancel, 75% en \$, 25% en oro o divisas
	Control de cambio (penas reglamentadas), tipo libre al doble del oficial
1932	Creación del "libre especial" para productos "novedosos"
	Comienzo del cuoteo de importaciones (por rubros y países)
1933	Tipo "compensado" (primas entre 20 y 50%, sobre el tipo oficial)
1934	Tipo "libre dirigido" (generalización de los tipos múltiples)
1937	Creación del Fondo de Diferencia Cambiaria para subsidiar diversas actividades
1939	Se prohíben diversas exportaciones de manufacturas

Fuente: Favaro, E. y Sapelli C., *Promoción de exportaciones y crecimiento económico*. CERES - CINDE 1989

La clausura de la economía uruguaya se produce con la institución del control de cambios en 1931. Arocena, en forma muy explícita, llama a este período “El Encierro”. Este período se caracterizó por el modelo de sustitución de importaciones⁵⁶ y el uso de sistemas de tipos de cambio múltiples. La protección a la industria nacional fue una de las respuestas claves a la situación de crisis a nivel internacional, al igual que políticas distributivas.

En 1932 en la Conferencia de los países del Commonwealth en Ottawa, se determinó favorecer a los productos ingleses y los países integrantes que abastecían a Inglaterra, como forma de cooperación para aliviar los efectos de la crisis internacional. Esto significó un duro revés para nuestro país, debido a la dificultad de diversificar las exportaciones cárnicas hacia otros mercados. La industria frigorífica se vio muy golpeada desde el inicio de la contracción internacional.

En la década de 1930, el crecimiento anual del PBI fue de 1.4%, muy inferior al crecimiento del período de 1900-1930 de 3.4%.- Sin embargo, la distribución del crecimiento fue totalmente dispar: crecimiento del PBI Agrícola 0.2%, Pecuario -1.6%,

⁵⁵ “Proceso Histórico de la Economía Uruguaya” (pp. 194)

⁵⁶ En este período, por primera vez en nuestra historia, el débil sector industrial supera al sector agropecuario en la participación del PBI.

mientras que la industria creció 3.2% anual. Los resultados sobre el crecimiento reflejaron el fomento a la industria.

Política Fiscal

El impacto de la crisis internacional abre las puertas al desarrollo de la política fiscal, encontrando su apogeo en las siguientes décadas. La neutralidad de las finanzas públicas, tan característico de los años anteriores, dio lugar a las finanzas justificadas por el intervencionismo del Estado en la vida económica. El gasto público y la recaudación fiscal pasaron a ser elementos centrales en la formulación de la política económica.

En la década de 1930 se realizan importantes inversiones públicas, dentro de las que se destacan la construcción de la represa Rincón del Bonete y la planta de refinería de ANCAP, dando impulso al sector secundario. Esto contrarrestó parcialmente la contracción en la inversión privada.

El gobierno del presidente Gabriel Terra intentó intensificar la recuperación iniciada en 1933 mediante una expansión de la inversión pública financiado con crédito del BROU. Para ello, se hizo “el revalúo del oro” en 1935, es decir, se reducía el contenido oro del peso, lo que no fue otra cosa que una devaluación encubierta del peso⁵⁷. Esta política expansiva del crédito tuvo un fuerte impacto en la producción y el mercado de cambios.

La fuerte correlación entre la recaudación impositiva y el desempeño del comercio exterior (impuesto a las importaciones) explican gran parte del desempeño de las finanzas públicas⁵⁸. Por eso, el shock que representó el cambio del contexto internacional llevó a comenzar a cambiar el signo en el resultado fiscal.

Comentarios Finales

La crisis internacional, de gran magnitud y larga duración, produjo un severo impacto en la realidad nacional. Los efectos también fueron de larga duración y en línea con lo ocurrido a nivel internacional. Esto llevó al Uruguay a iniciar un nuevo período en la historia económica, que perduró por varias décadas. Al igual que en el exterior, no fue una crisis más, sino un momento en la historia que quedó marcado a fuego. Los efectos de las políticas aplicadas también.

b) La crisis actual

El mundo vivió desde el año 2003 un período de expansión sin precedentes, con baja inflación. Luego de la profunda crisis económica y financiera que sufrió nuestro país en el año 2002, se produjo una fuerte recuperación económica, cimentada en un favorable contexto internacional y en las medidas adoptadas por el gobierno. Los indicadores de los últimos años son una buena referencia en este aspecto.

⁵⁷ Esto fue similar a lo que hizo Estados Unidos un año anterior, a través de la *Gold Reserve Act* de 1934, en la cual la moneda americana pasó de estar definida como 1.5 gramos de oro a sólo 0.89 (devaluación del 41%), con el presunto fin de expandir la capacidad de emisión de la Reserva Federal (Fuente: Dr. Ramón Díaz, “Historia Económica de Uruguay”, pp. 330).

⁵⁸ Las rentas aduaneras representaban algo más del 50% de la recaudación de Rentas Generales.

Indicadores Uruguay (2006-2008)			
	2006	2007	2008
SECTOR REAL			
PBI (millones de dólares)	20.074	24.313	32.214
PBI (variación real anual, en %)	4,6	7,6	8,9
PRECIOS			
Inflación minorista IPC (en %)	6,38	8,50	9,19
Inflación mayorista IPPN (en %)	8,23	16,07	6,43
Variación tipo de cambio (en %)	1,24	-11,86	13,31
Novillo gordo en pie (U\$/kg)	1,0	1,1	1,0
MERCADO DE TRABAJO			
Tasa de desempleo (en %)	9,1	7,7	6,8
SECTOR MONETARIO			
Depósitos Sector no Financiero (millones de dólares)	9.751	11.186	13.335
Activos de reserva (millones de dólares)	3.091	4.112	6.329
Riesgo país (puntos básicos)	185,0	234,0	685,0
SECTOR FISCAL			
Resultado fiscal global / PBI	-0,8	-0,3	-1,4
Resultado primario / PBI (en %)	3,6	3,4	1,5
Deuda Pública Bruta (millones de dólares)	13.711	16.321	16.535
Deuda Pública Bruta / PBI (en %)	71,0	70,7	51,2
SECTOR EXTERNO			
Exportaciones FOB (millones de dólares)	3.952	4.496	6.045
Importaciones CIF (millones de dólares)	4.775	5.588	8.932

Fuente: MEF, BCU

Los efectos de la crisis financiera internacional, que comenzó en agosto de 2007, fueron limitados al inicio, pero se intensificaron luego de la quiebra de Lehman Brothers a mediados de setiembre de 2008. (Estados Unidos entra en recesión en diciembre de 2007).

Desde el último trimestre de 2008, la crisis financiera está impactando negativamente en la actividad económica uruguaya, fundamentalmente a través del canal comercial. Los primeros sectores que vieron disminuida su actividad fueron los vinculados a la demanda externa: industria, agro y comercio. Si bien la variación del producto en términos desestacionalizados había sido positiva en el último trimestre de 2008, el primer trimestre de 2009 sorprendió por la magnitud y generalización de la caída de la actividad en casi todos los sectores de la economía. La contracción en el primer trimestre en términos desestacionalizados se situó en 2.9%, con respecto al último trimestre (máximo del ciclo expansivo anterior), por más que los diversos componentes de la demanda presentaron variaciones positivas con respecto a igual período de 2008. Sin embargo, sorpresivamente en el segundo trimestre del año el PBI desestacionalizado creció 0.5%, eludiendo (técnicamente) la recesión. En el primer semestre del año, la actividad se contrajo un 2.3%⁵⁹.

Sin embargo, en comparación con igual trimestre del año anterior, tanto el sector externo como el sector interno experimentan una expansión de la económica en el período abril-junio. El repunte de la actividad durante el segundo trimestre de 2009 se dio a nivel general por mayores volúmenes de producción en la mayoría de los sectores de actividad⁶⁰.

⁵⁹ El Producto Bruto Interno (PBI) nominal expresado en dólares es de 31.352 millones de dólares, en los 12 meses acumulados a junio (último dato disponible). Los rubros más importantes en la composición fueron: Industria 18%, Comercio 15.4%, Agro 8%. El PBI per cápita se situó en 9.375 dólares en el mismo período.

⁶⁰ El crecimiento del volumen físico de la economía local fue de 1.6% en el primer semestre de 2009, respecto a igual período de 2008.

Con el objetivo de contrarrestar la desaceleración económica, se implementaron medidas tendientes a facilitar el financiamiento, viabilizar las inversiones, preservar el empleo y mejorar la capacidad productiva, lo que derivó en un aumento del déficit fiscal.

Análisis Sectorial

La industria, el comercio y la construcción contribuyeron a evitar la acumulación de dos trimestres consecutivos de contracción económica. Por el contrario, la actividad agropecuaria mantuvo su sesgo contractivo en el segundo trimestre, fuertemente influenciado por el impacto de la sequía que redujo la producción desde finales de 2008.

El sector de mayor contracción fue la industria manufacturera, que tuvo caídas significativas en los seis meses que abarca el último trimestre de 2008 (-4%) y el primero de 2009 (-3.1%). Sin embargo, en el segundo trimestre de 2009 experimentó una leve recuperación, con un crecimiento de 0.8%. La industria manufacturera, el agro y el comercio registraron caídas tanto en el último trimestre de 2008 como en el primero de 2009. La construcción fue uno de los sectores menos afectados por la crisis internacional, con incrementos de 0.8% y 0.9% en el primer y segundo trimestre del año respectivamente.

La actividad comercial registró un leve incremento de 0.1% en el segundo trimestre de 2009, cortando dos trimestres consecutivos de contracción (1.8% y 0.2% respectivamente).

En lo referente a la demanda interna, el consumo presentó una leve caída en términos desestacionalizados (creció 1.9% con respecto al mismo período de 2008).

El gasto en consumo final aceleró su crecimiento durante el segundo trimestre (en forma interanual). Si bien mantuvo una expansión de 8.8%, a diferencia del primer trimestre del año el consumo creció por encima del conjunto de la economía.

El consumo del gobierno lideró la expansión de este componente de la demanda agregada, con un aumento interanual de 6.5% en el segundo trimestre del año. El gasto privado en consumo final aumentó un 0.8%.

Durante el primer semestre de 2009, el mercado laboral ha mostrado continuos deterioros respecto a los valores alcanzados por los indicadores en 2008. Luego de haber alcanzado la mínima tasa de desempleo de 6.3% en noviembre de 2008, la misma retomó una tendencia alcista hasta alcanzar la tasa de 8.3%, para luego caer a 6.9% (su nivel más bajo del año) en el último registro a julio. Esta caída se registró especialmente en los sectores exportadores, donde los cuatro sectores exportadores más afectados⁶¹ recortaron 21.7% de su personal (pérdida de 5.645 empleos sobre un total de 26.000)

Actividad Comercial

Las exportaciones de bienes disminuyeron 13.3% en los primeros seis meses del año, mientras que las importaciones cayeron casi el doble: 25.4%

⁶¹ Estos sectores son: Automotriz, Cueros, Textil y Madera, cuyo caída en el Índice de Volumen Físico en el primer trimestre de 2009 (con respecto al promedio para igual período 2007/2008) fue de -33.29%, -32.04%, -20.42% y -14.64%.

Medidas en volumen físico, las exportaciones de bienes y servicios se mantuvieron por encima de los niveles registrados el año pasado.

Las exportaciones crecieron 0.9% en el segundo trimestre (comparado con igual período del año anterior), mostrando una desaceleración frente a períodos anteriores donde crecieron 8.2%, 3.3% y 1.9% consecutivamente.

Sin embargo, cayó el valor agregado de las ventas al exterior. Según los últimos datos, las ventas de materias primas totalizaron 1.409 millones de dólares en los primeros ocho meses del año, lo que supone un incremento frente a igual período del año pasado. Mientras tanto, las exportaciones de manufactura de origen agropecuario se redujeron 26%, al totalizar 1.416 millones de dólares. De este modo, la participación del sector primario en las ventas al exterior pasó de 28% a 38.4%, mientras que las ventas del sector con mayor valor agregado se redujo de 45% a 38.6%⁶².

En cuanto a los mercados, Uruguay presentó un comercio diversificado, en el que Estados Unidos y Argentina perdieron participación al tiempo que China y Brasil la incrementaron⁶³.

En el caso del precio de la carne, el acceso a determinados nichos de mercado le permitió recuperar los precios y obtener a partir de junio niveles de precios similares a los que recibía en promedio entre enero y febrero de 2008 (cuando estos comenzaban a subir)⁶⁴. El mayor precio de algunos commodities agrícolas se fundamenta por la demanda de China (como por ejemplo, la soja) y la India (arroz).

Las importaciones cayeron 20.1% en el segundo trimestre por debajo de igual lapso del año anterior. La caída de la inversión local, el menor nivel de inventarios y la desaceleración del consumo llevaron a un segundo retroceso de las importaciones en términos interanuales⁶⁵.

El retroceso de las compras al exterior en un escenario estable del producto mostraron una expansión de la producción local, que ocupó el lugar de buena parte de las importaciones en la satisfacción de la demanda.

¿Recuperación?

La proyección de crecimiento del gobierno es de 2% en 2009, en base a los siguientes factores:

- La recuperación de las exportaciones
- Las importaciones parecen seguir un patrón similar
- La inversión continúa mostrando un marcado dinamismo, especialmente en el sector industrial
- El desempleo ha aumentado, pero en forma limitada

⁶² De no ser por el incremento de ventas de productos primarios, las exportaciones en términos generales hubieran caído un 26%.

⁶³ Los destinos de exportación que mayores contracciones experimentaron en el período enero-mayo de 2009 fueron: Estados Unidos (32.8%), Rusia (-24.7%), México (-25.5%) y Alemania (-20.6%).

⁶⁴ Sin embargo, con respecto al precio pico de la tonelada (setiembre de 2008), la caída a junio fue de 37%.

⁶⁵ La mayor caída en las importaciones que en las exportaciones se explica no sólo por un efecto precio sino también por un efecto cantidad. Además, el colapso en el precio del petróleo tuvo especial incidencia.

- El crédito del sector bancario continúa creciendo
- Mejora el índice de confianza del consumidor

Sin embargo, las proyecciones del Banco Mundial estiman que los precios agrícolas se mantendrían (en promedio) 20% por debajo de los niveles record que se registraron en 2008.

Política Monetaria

El nivel de precios constituyó el principal foco de la política monetaria durante el año pasado, fundamentalmente por la inflación importada provocada por el aumento de los precios internacionales (la inflación fue . Este panorama cambió radicalmente a comienzos de año, fruto de la disminución de la inflación. Durante el primer semestre la inflación fue de 2.8%⁶⁶.

A comienzos de 2009, el Comité de Política Monetaria (COPOM) aumentó la tasa de interés de referencia para los préstamos interbancarios de corto plazo de 7.75% a 10% (en moneda nacional), profundizando el sesgo contractivo de la política monetaria, con el objetivo de controlar la inflación. Como consecuencia, se produjo una brusca caída del dólar por el cambio en el portafolio de los inversores hacia pesos (por los mayores rendimientos). A su vez, esto se vio reforzada por el cambio de posición ante las expectativas de mayores caídas del dólar.

Cuando comenzó a ceder la inflación, el COPOM decidió en marzo adecuar la tasa de interés, bajándola de 10% a 9%, sin perder de vista el sesgo aún contractivo de la política monetaria (explicitados tanto por el BCU como por el Ministerio de Economía y Finanzas). Esta se mantuvo estable hasta el 22 de junio, donde disminuyó nuevamente en un punto hasta situarla en 8%.

El tipo de cambio acumuló una baja de 3.8% en el primer semestre del año, luego de la suba experimentada en el último trimestre del año. La baja se profundizó en el tercer trimestre de este año, debido a la mayor entrada de capitales, ya que el inicio de la recuperación llevó a los inversores a retornar a los países emergentes, y dentro de estos, los de mayor estabilidad⁶⁷. La baja del dólar en el exterior constituye una presión importante en el mercado local, y el BCU ha permitido que el peso uruguayo acompañe las tendencias internacionales, pese a que ha intervenido para evitar una excesiva volatilidad en el mercado de cambios.

Política Fiscal

El sector público ha tenido un rol importante en el aumento de la inversión y del consumo.

⁶⁶ Incluso, se registran 2 meses con deflación: febrero (-0.27%) y abril (-0.04%). Esto es atribuible a las negociaciones realizadas por el gobierno con las cámaras empresariales buscando una rebaja transitoria en los precios.

⁶⁷ Existe buena correlación entre la apreciación de las monedas de los mercados emergentes con lo que sucede tanto con los precios de los commodities como con el alza de los mercados accionarios.

Si bien gran parte del crecimiento del gasto del gobierno se debió a mayores erogaciones por concepto de remuneraciones y transferencias (asociadas al Plan de Equidad y al Sistema Integrado de Salud), indirectamente impactaron en el consumo.

El freno de la expansión económica llevó, como ocurre siempre en períodos adversos, a postergar decisiones de inversión. El brusco retroceso de los proyectos de inversión privados (-15.8%) se vio compensado parcialmente con el crecimiento de la inversión pública (4.7%).

Medidas implementadas en el último año (a setiembre 2009)

En los últimos meses, el gobierno implementó un conjunto de medidas cubriendo varios frentes:

- Combatir el rebrote inflacionario (últimos meses de 2008)
 - a) *Política Monetaria*: aumento de la tasa de interés de referencia de 7.75% a 10% (enero de 2009).
 - b) *Política Comercial*: facilitación de importación de frutas y verduras.
 - c) *Política Fiscal*: renuncia de ingresos por exoneraciones tributarias a varios productos, tarifas públicas aumentan por debajo de la inflación, no se traslada al usuario aumento de la cuota mutual, reducción del precio de los combustibles y el taxi.
 - d) *Otras medidas*: mejora de información a los consumidores y acuerdos voluntarios de precios.

- Contrarrestar los efectos de la sequía⁶⁸
 - a) *Medidas Preventivas*: apoyo financiero a la construcción e instalaciones de obras para riego, apoyo a pequeñas unidades productivas a través de microcréditos, exoneración de impuestos a los equipos de riego, creación de Fondo de Catástrofes Climática Granjeras y Fondo Agropecuario de Emergencias, y construcción de soluciones de agua.
 - b) *Medidas de Mitigación*: subsidio para compra de raciones, financiamiento y distribución de forraje, subsidio y financiamiento a productores lecheros, suspensión hasta mayo de 2009 del pago de aportes patronales rurales, admisión temporaria de maquinaria para obras de riego, y refinanciación de microcréditos para los productores afectados.

- **Mitigar los impactos de la crisis financiera internacional**
 - a) Diciembre de 2008: facilitar el financiamiento y viabilizar las inversiones
 - Mejoras en el acceso al crédito

⁶⁸ La sequía ha sido otro foco de atención de la política monetaria, por su impacto en el aparato productivo. El costo estimado por el Gobierno de la sequía en el sector agropecuario ha sido de 400 millones de dólares (1.4% del PBI), el doble de lo ocasionado por la sequía de 2002.

- Incentivos al sector exportador
 - Fomento a las PYMEs
 - Apoyo al sector lácteo
- b) Marzo de 2009: mantener el empleo y fortalecer las capacidades productivas
- Medidas de apoyo a los sectores más afectados: textil, vestimenta, cuero y automotriz
 - o Extender las condiciones preferenciales de la prefinanciación del sector textil-vestimenta y PYMEs al sector del cuero y a la industria automotriz
 - o Extender el mecanismo instrumentado para los certificados de devolución de impuestos exigibles a los certificados del régimen automotriz.
 - o Ajustar la protección arancelaria para la fabricación de vehículos en algunos segmentos específicos.
 - o Proyecto de ley que promueva el valor agregado en el sector textil vestimenta.
 - o Habilitar la deducción del IVA para el gasoil utilizado por empresas industriales, con tope por rama, por un plazo de 3 meses.
 - o Seguro de paro parcial y reducción de la jornada laboral (Ley 18.399, que permite frente a una reducción de las jornadas de trabajo, poder ir al seguro de paro parcial y seguir cobrando el resto del sueldo pago por el empleador; postergación del pago de aportes patronales).
 - Incentivos al mantenimiento de los puestos de trabajo y capacitación
 - Estímulos a la I + D e innovación (reglamentación de la Ley 18.083 otorgando mayores beneficio tributarios).
 - Medidas comerciales para evitar la competencia desleal
 - Otras medidas
 - o Suspensión por el plazo de 180 días del requisito de que las exportaciones beneficiadas con el régimen de devolución de tributos incorporen un máximo de insumos importados equivalente al 80% del valor FOB del producto exportado
 - o Fortalecer procedimientos de valoración aduanera en el marco de la OMC, incluyendo entre otros la exigencia de depósitos en garantía en la importación de bienes cuyo valor esté por debajo de los estándares internacionales
 - o Negociar acuerdo de intercambio de información y estadísticas entre las aduanas de China y Uruguay
 - o Incrementar el adelanto de IRAE del 45 al 8% para las importaciones de bienes de consumo con una alta relación entre el precio de venta final y el precio de importación

Comentarios Finales

El mecanismo de transmisión a la economía uruguaya se produjo a través del colapso (sin precedentes) en el comercio internacional y la brutal caída en el precio de los commodities. Sin embargo, esto pudo ser parcialmente contrarrestado con un manejo

prudente de los aspectos macroeconómicos. La economía uruguaya absorbió el impacto de la crisis de mejor forma de lo que se esperaba.

La política económica aplicada en los últimos años ha permitido al Uruguay mitigar el impacto de la crisis internacional. La responsabilidad fiscal, la estabilidad de precios, los equilibrios fiscales y la coherencia de las políticas reafirman que es el camino a seguir.

Si bien se produjo una intensa caída en el nivel de actividad, la economía uruguaya no entró en recesión. En el primer trimestre de 2009 se registró el piso en el nivel de actividad, que coincide con el mejoramiento de las condiciones financieras a nivel internacional. Esto lleva a pensar que la recuperación en nuestro país está en marcha, esperando tasas de crecimiento para la segunda mitad del año.

El shock sobre la economía uruguaya fue intenso, pero de corta duración, a diferencia de lo ocurrido en los años treinta. La reacción no fue un cierre de la economía, sino buscar mayor apertura mediante la diversificación de mercados. El aprendizaje y los costos de la crisis de 2002 obligaron a realizar importantes cambios que resultaron en una mayor madurez en la conducción económica, y permitieron estar mejor preparados para los shocks externos como el actual.

c) Conclusiones

Los años treinta constituyeron momentos de quiebre en la historia económica mundial, y en la ruptura de las ideas económicas dominantes. Lo mismo sucedió en nuestro país, provocando un antes y un después de 1931.

La década de errores de política en los Estados Unidos y otros países desarrollados (como el dirigismo en Alemania e Italia), que llevaron a una década nefasta para el mundo, parecen no haber sido relegados únicamente al mundo desarrollado.

Nuestro país como respuesta inició una política inadecuada que llevó a décadas de estancamiento económico. Al igual que en el mundo desarrollado, las decisiones adoptadas en ese período perduraron por mucho tiempo, y marcaron a fuego la historia económica del país.

La historia nos muestra que las cuotas de importación, tipos de cambio diferenciales y fijados discrecionalmente han traído desastrosas consecuencias para nuestro país.

Las consecuencias que dejaron las crisis difieren sustancialmente. Mientras que la crisis de 1929 profundizó los problemas del país y produjo un cambio en la estructura económica del país (industria protegida, control de cambios), la crisis actual nos confirmó que el camino de apertura, de diversificación de mercados y de equilibrios macroeconómicos son los más adecuados para los tiempos de globalización económica y financiera que estamos viviendo desde hace varias décadas.

Si bien las fuertes contracciones del comercio mundial golpearon con severidad a las economías abiertas, como le sucedió al Uruguay, también gozan del “viento en popa” de los años de prosperidad, como se vivió en el quinquenio anterior a la crisis internacional. Si se lleva una conducta de prudencia en los buenos momentos, se podrá estar mejor preparado para cuando llegan los malos momentos.

Desde el recrudecimiento de la crisis en setiembre de 2008 hasta la recuperación iniciada en los últimos meses, se centra un período de intensa influencia negativa del exterior sobre nuestro país, pero difiere sustancialmente de los cuatro años que azotaron nuestro país en la fase más aguda de la Gran Depresión. Las consecuencias también fueron distintas. En la crisis actual, el Uruguay pudo evitar una recesión económica, mientras que al inicio de los años treinta nuestro país sufrió una importante contracción económica.

Por otro lado, el gobierno uruguayo es responsable de la mayor solidez macroeconómica experimentada desde la crisis de 2002, llevando la buena gestión (en términos generales) a reducir la vulnerabilidad financiera y fiscal.

Las medidas anticrisis que impulsó el gobierno uruguayo para amortiguar los impactos de la crisis internacional, si bien fueron reactivas (y no proactivas), contribuyeron a paliar la situación.

Las crisis internacionales de gran magnitud siempre impactan las economías abiertas, debido a los flujos comerciales y financieros. Creer lo contrario es negar la realidad. La forma como nos golpean depende de la magnitud del evento (exógeno), pero también de la forma como manejamos la macroeconómica internamente (endógeno).

VI. Conclusiones

En los últimos dos años, el mundo ha estado pasando por la crisis financiera más severa desde la Gran Depresión. La crisis financiera se transformó en una profunda recesión global, de la cual estamos recién comenzando a salir. Sin embargo, el escenario podría haber sido aún peor.

A diferencia de lo ocurrido en los años treinta, donde la política fue netamente pasiva y donde la división entre los países dificultó la cooperación económica y financiera, la respuesta de las autoridades en política monetaria, fiscal y financiera a lo largo y ancho del mundo fueron agresivas y a la vez complementarias.

Luego de la quiebra de Lehman Brothers el sistema financiero global estuvo al borde del colapso, pero se evitó lo peor. La diferencia en la velocidad y magnitud de las respuestas determinaron un escenario muy distinto al vivido en los años treinta. Las consecuencias de aquellos años son absolutamente incomparables con las actuales, por más que el escenario en estos tiempos es poco alentador.

La crisis actual, que la historia recordara como “La Gran Recesión” o “La crisis crediticia global”, presenta ciertas similitudes increíbles con la vivida en los años treinta, pero son dos eventos incomparables. En esta crisis, las condiciones iniciales más favorables, la diferencia en los sistemas monetarios internacionales, los distintos canales de transmisión, junto a la diferencia en las respuestas de política la hacen muy distinta del fracaso económico más importante de la historia. Sin embargo, su comparación es enormemente enriquecedora, ya que contribuye a comprender la realidad con una increíble precisión y espíritu crítico.

Muchos desafíos y dificultades quedan por delante. Se debe intentar lograr una sostenida recuperación económica, a diferencia de lo ocurrido en los años treinta, y realizar los cambios y reformas regulatorias necesarias que permitan reflejar las enseñanzas de esta crisis, y prevenir en el futuro una crisis de esta magnitud.

En nuestro país, las consecuencias largas y profundas de la crisis de los años treinta marcaron un quiebre y un cambio profundo en la historia nacional. Por el contrario, la crisis actual nos demostró estar más sólido que antes, y ratificó el rumbo adoptado en los últimos tiempos, por más que las consecuencias se hicieron sentir intensamente.

La crisis actual ha demostrado que si bien la historia nunca se repite de la misma manera, conocer el pasado permite evitar errores. Una nueva hoja se está agregando a las páginas de la historia económica. Aciertos y errores, viejos y nuevos problemas, respuestas tradicionales y no tradicionales comprenderán este capítulo. Esperemos que al igual que lo sucedido con la Gran Depresión, su conocimiento sirva de experiencia para mitigar futuros problemas y evitar nuevos errores.

Entender la historia y aprender de ella es fundamental para evitar lo peor del pasado, porque como decía José Ortega y Gasset⁶⁹ “[...] lo importante es la memoria de los errores”. Y esto es aplicable para todas las naciones.

⁶⁹ Citado por el Dr. Ramón Díaz en "Historia Económica de Uruguay" (pp.13).

Referencias

- Arocena Olivera, E. (2002): "Proceso Histórico de la Economía Uruguaya – Del Mercantilismo Colonial al Encierro Dirigista" (Linardi y Risso)
- Bank for International Settlements – 78° Informe Anual (2008).
- Bank for International Settlements – 79° Informe Anual (2009).
- Bernanke, B. (1994): "The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach – National Bureau of Economic Research (NBER) – Working Paper No. 4814
- Bernanke, B. (2004): "The Great Moderation", discurso realizado en las jornadas de la Eastern Economic Association, Washington, 20 de febrero.
- Bernanke, B. (2004): "Money, Gold and the Great Depression", discurso realizado en la H. Parker Willis Lecture en Política Económica, Washington, 2 de marzo.
- Bernanke, B. (2009): "Reflections on a Year of Crisis", discurso realizado en el Simposio Anual de Economía de la ciudad de Kansas, Reserva Federal de Kansas, 21 de agosto.
- Calomiris, C. W. (2007): "Bank failures in theory and history: The Great Depression and other "contagious" event" – National Bureau of Economic Research (NBER) – Working Paper No. 13597.
- Borio, C. (2008): "The financial turmoil of 2007- ? : a preliminary assessment and some policy considerations" – Bank for International Settlements Working Papers No. 251.
- Choudhri, E. y L. Kochin (1980): "The Exchange Rate and the International Transmission of Business Cycle Disturbances: Some Evidence from the Great Depression", *Journal of Money, Credit and Banking*, 12, pp. 565-74.
- Diaz, R. (2003): "Historia Económica de Uruguay" (Taurus).
- Eggertsson, G.B. (2005): "Great Expectations and the End of the Depression" – Federal Reserve Bank of New York – Staff Report No. 234.
- Eichengreen, B. y J. Sachs (1985): "Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s", *Journal of Economic History*, 45, pp. 925-46.
- Eichengreen, B. (1986): "The Political Economy of the Smooth-Hawley Tariff", National Bureau of Economic Research (NBER) – Working Paper No. 2001
- Eichengreen, B. (2008): "The Global Credit Crisis as History".
- Eichengreen, B. y D. Irwin (2009): "The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?" – National Bureau of Economic Research (NBER) – Working Paper No. 15142.

- Eichengreen, B. y K.H. O'Rourke (2009): "A tale of Two Depressions", VOX, 1 de setiembre de 2009, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>
- Favaro, E. y C. Sapelli (1989): "Promoción de exportaciones y crecimiento económico".
- Feldstein, M. (2009): "Economic Conditions and U.S. National Security in the 1930s and Today" - National Bureau of Economic Research (NBER) – Working Paper No. 15290
- Friedman, M. y A. Schwartz (1963): "A Monetary History of the United States, 1867-1960" (Princeton University Press).
- Gorton, G. y L. Huang (2002): "Banking Panics and the Origin of Central Banking" – National Bureau of Economic Research (NBER) – Working Paper No. 9137.
- Instituto de Economía – Facultad de Ciencias Económicas y de Administración – Tendencias y Perspectivas de la Economía Uruguaya (Julio de 2009), pp. 1-5.
- Iturburu, D. (2009): "El Colapso de Wall Street" (Artemisa Editores). Co-autor: P. Arrieta
- Iturburu, D. (2009): "La crisis financiera Internacional: Pasado, presente y futuro" – Revista Plaza Financiera – Julio de 2009, pp. 12-16.
- Jones, J. (1934): "Tariff Retaliation: Repercussions of the Hawley-Smoot Bill" – Philadelphia, Universidad de Pennsylvania.
- Kaminsky, G.L. y C. M. Reinhart (1999): "The Twin Crisis: The causes of Banking and Balance of Payment Problems" – American Economic Review, Vol. 89, pp. 473-500.
- Kehoe, T.J. y E.C. Prescott (2007): "Great Depressions of the Twentieth Century" – Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Kindleberger, C.P. (1973): "The World in Depression, 1929-1933" (Allen Lane Penguin).
- Krugman, P. (2008): "The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008". (W.W. Norton & Company Inc.)
- Lucas, R. (1993): "Making a Miracle", *Econometrica*, 61 (2), pp. 271
- Meltzer, A. (2003): "A History of the Federal Reserve, Volume I: 1913-1951" (The University of Chicago Press)
- Quijano, C. (1994): "La Economía Uruguaya entre 1880 y 1965" (Cámara de Representantes de la República Oriental del Uruguay)
- Rajan, R. (2006): "Monetary policy and incentives" - discurso realizado en la conferencia Bancos Centrales en el siglo XXI, Madrid, 8 de junio. <http://www.imf.org/external/np/speeches/2006/060806.htm>
- Ranciere, R. y A. Tornell y F. Westermann (2005): "Systemic Crises and Growth" –

CESifo Working Paper 1451.

Reinhart, C.M. y K. Rogoff (2008): “Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison”.

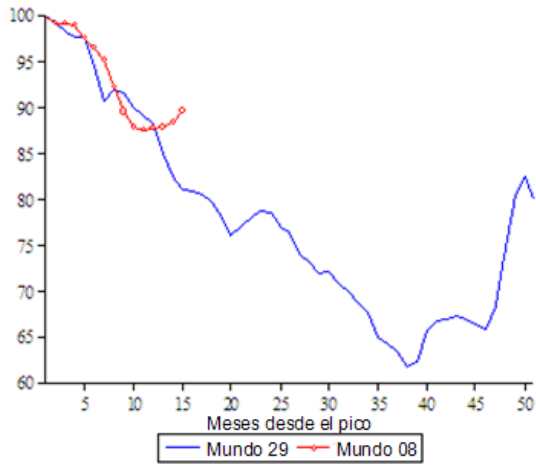
Reinhart, C.M. y K. Rogoff (2008): “The Aftermath of Financial Crises” – Documento preparado para su presentación en las jornadas de la American Economic Association (San Francisco, 3 de enero de 2009).

Temin, P. (1994): “The Great Depression” – National Bureau of Economic Research (NBER) – Historical Paper No. 62

Végh Villegas, A. (2002): “Fiscalidad, moneda y cambio” – Revista de la Facultad de Ciencias Empresariales y Economía, Universidad de Montevideo – Año I (2002).

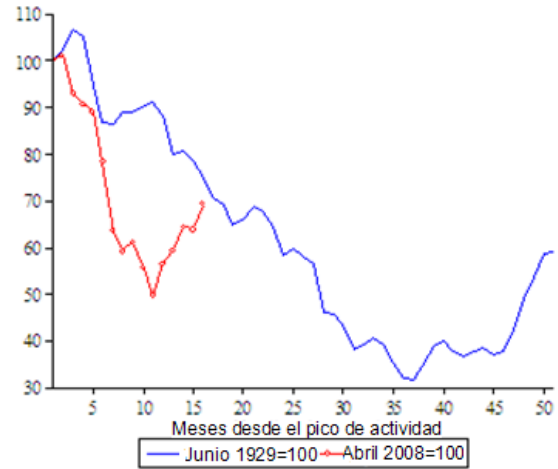
Anexo I – Análisis gráfico (en 1929 y 2008)

Figura 1. Producción industrial (mundial)



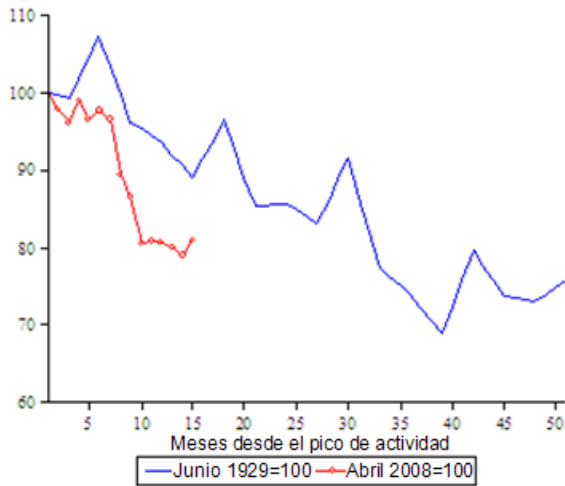
Fuente: Eichengreen, B. y Kevin O'Rourke (2009)

Figura 2. Bolsas Mundiales



Fuente: Eichengreen, B. y Kevin O'Rourke (2009)

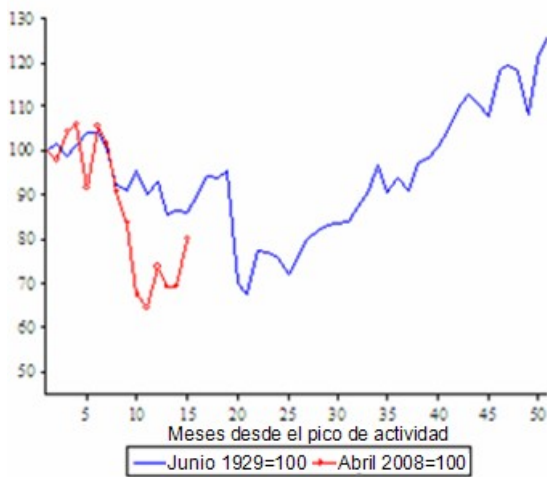
Figura 3. Volumen de comercio mundial



Fuente: Eichengreen, B. y Kevin O'Rourke (2009)

Figura 4. Producción industrial

Japón



Fuente: Eichengreen, B. y Kevin O'Rourke (2009)

Estados Unidos

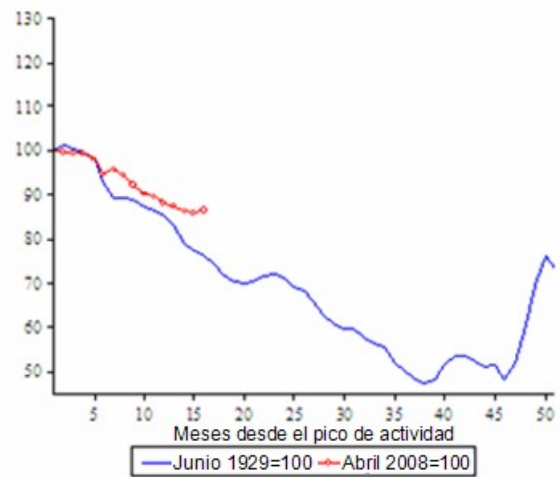
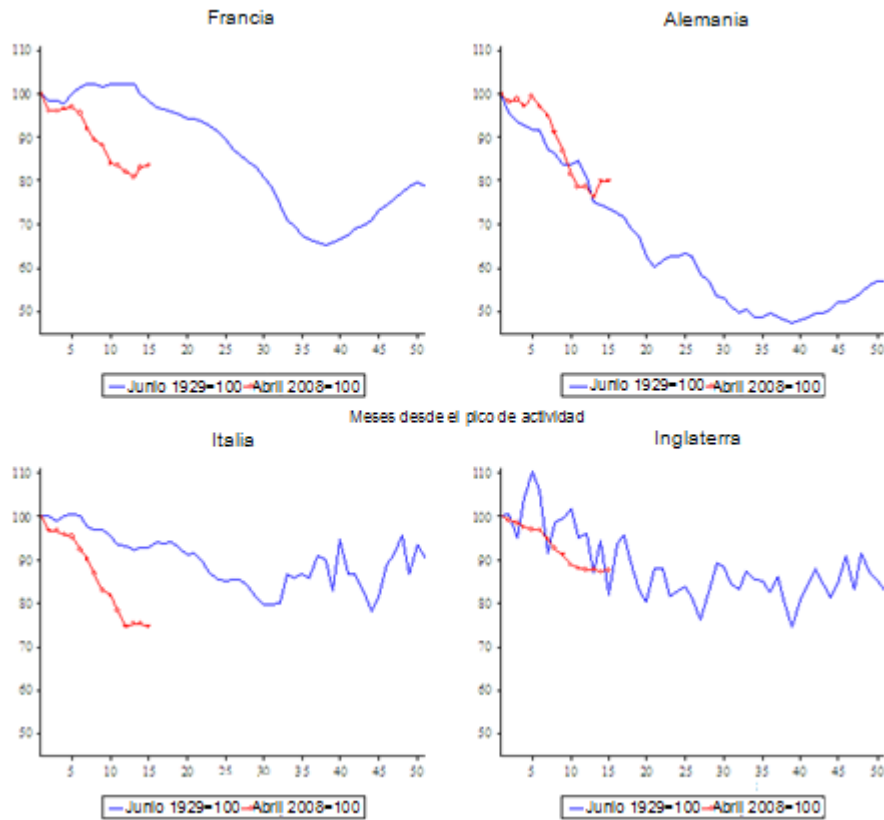
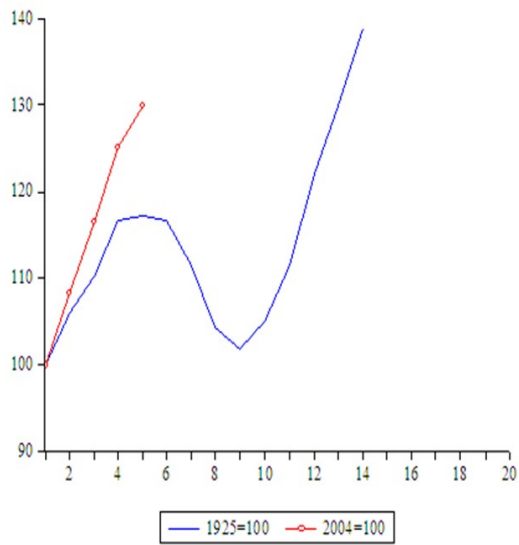


Figura 5. Producción industrial – 4 grandes de Europa



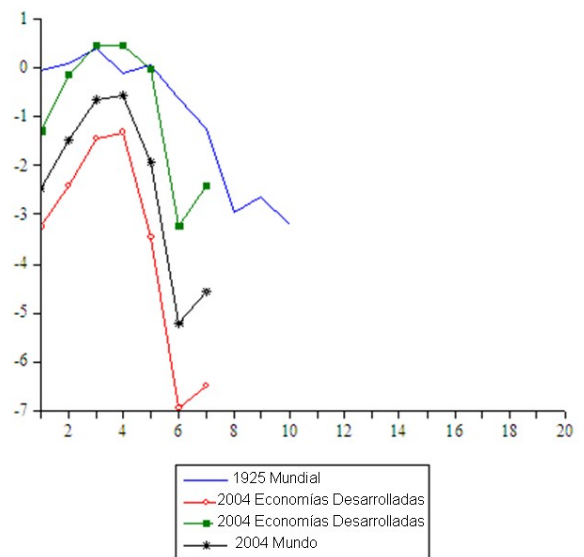
Fuente: Eichengreen, B. y Kevin O'Rourke (2009)

Figura 6. Oferta Monetaria, 19 países (1929 vs 2008)



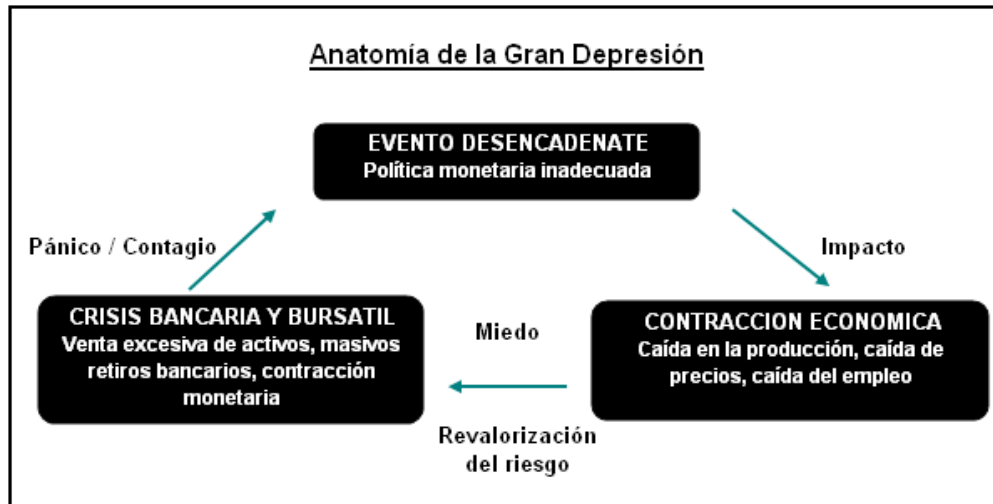
Fuente: Eichengreen, B. y K. O'Rourke (2009)

Figura 7. Resultado Fiscal (% PBI) (1929 vs 2008)

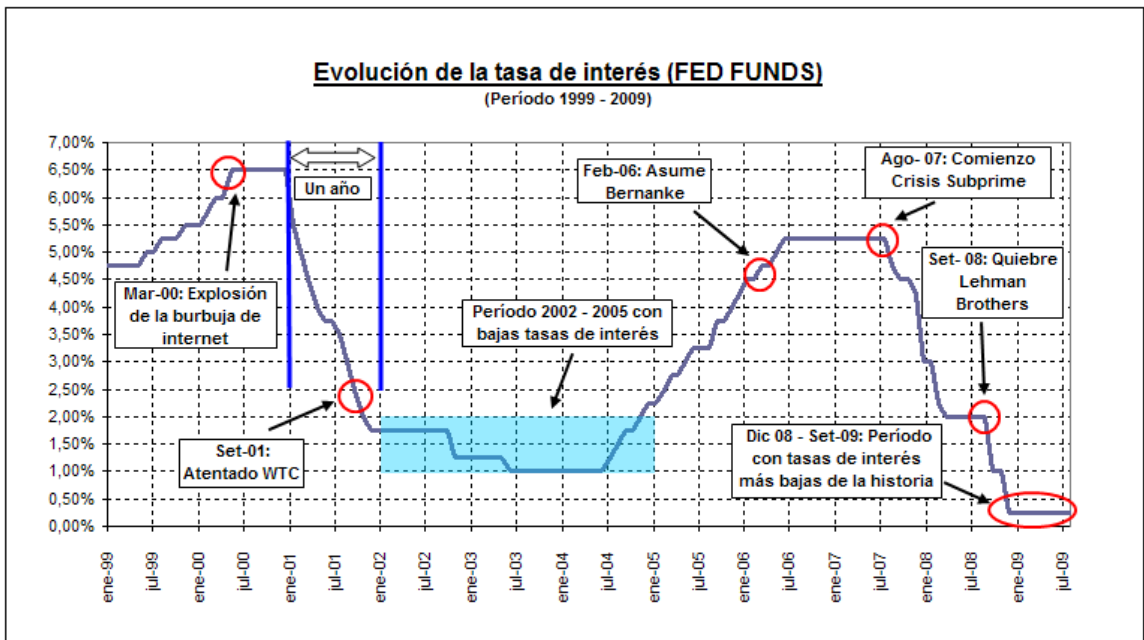
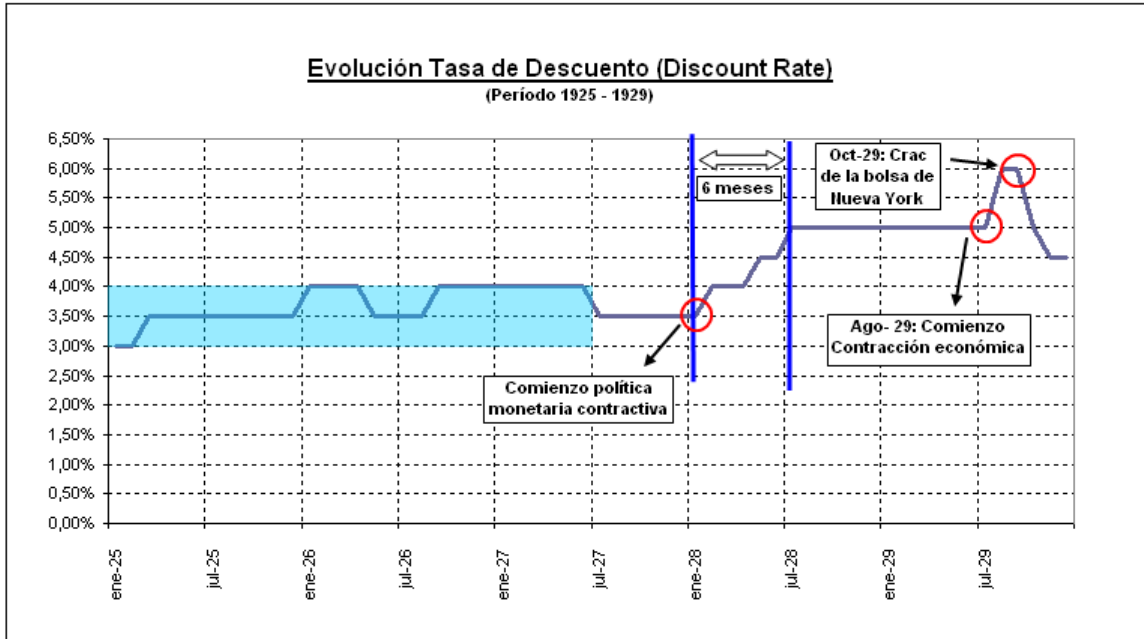


Fuente: Eichengreen, B. y K. O'Rourke (2009)

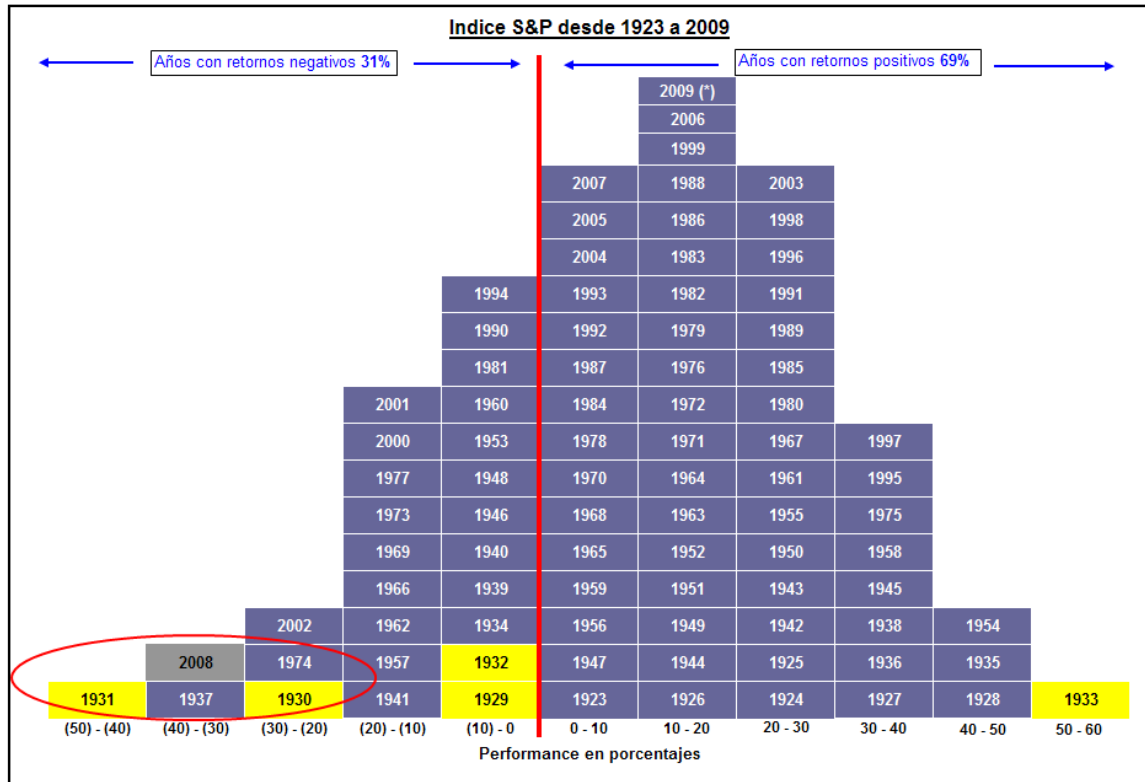
Anexo II – Anatomía de las crisis (antes y ahora)



Anexo III – Tasas de interés (Estados Unidos)



Anexo IV – Retornos anuales de los Mercados Financieros (Estados Unidos)



(*) Hasta Setiembre 2009

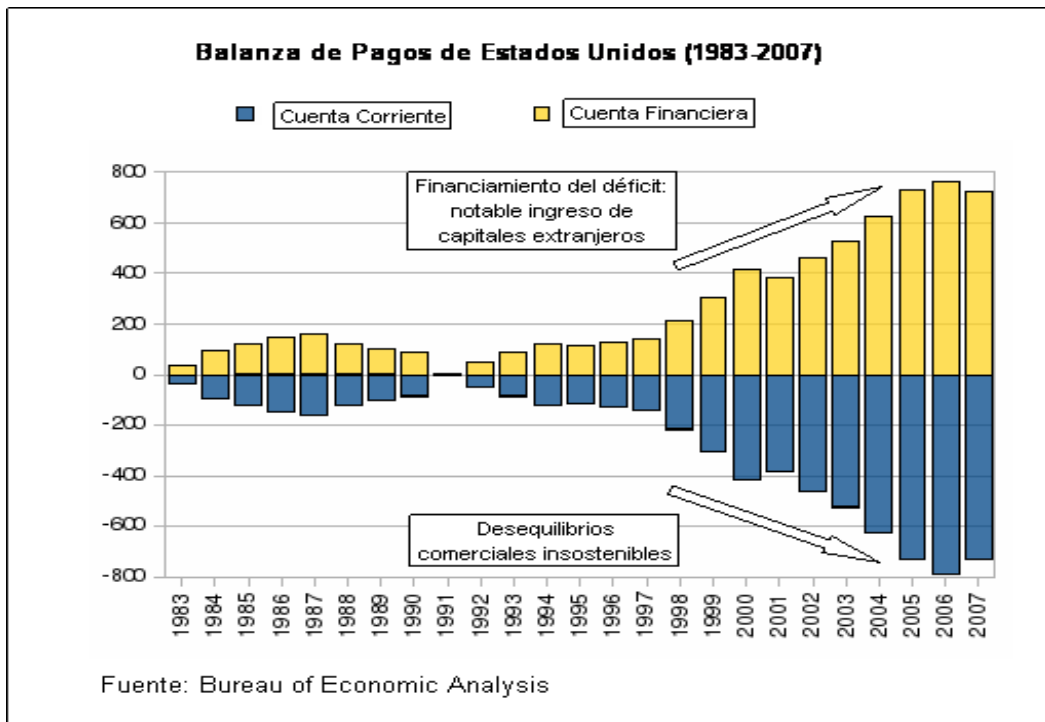
Fuente: Bloomberg

Anexo V – Regímenes Cambiarios – La Gran Depresión

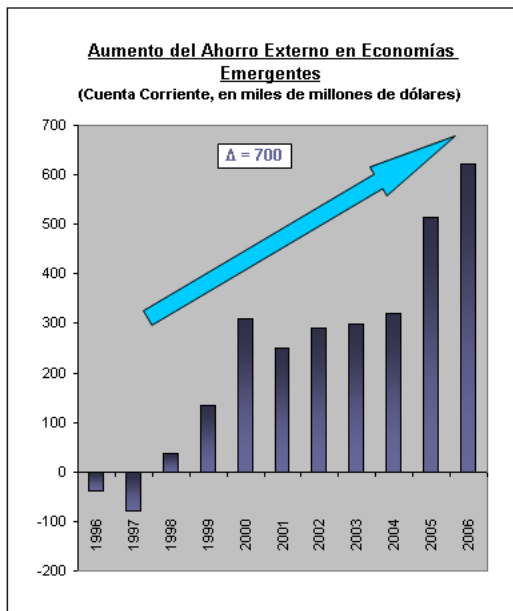
Regímenes Monetarios (1929-1936)				
Año	Países del bloque de la libra esterlina	Países del bloque de oro	Control de cambios	Países con monedas devaluadas
1929	Argentina, Australia			Uruguay , Brazil, España
1930	Nueva Zelanda			Perú, Turquía
1931	Dinamarca, Egipto, Finlandia, Noruega, Japón, India, Suecia Inglaterra , Portugal Tailandia		Austria, Bulgaria, Checoslovaquia, Dinamarca, Alemania Hungría	Colombia, México
1932			Rumania	Chile, Grecia
1933	Sudáfrica			Estados Unidos , Cuba Filipinas
1934			Italia	
1935		Bélgica		
1936		Francia, Holanda, Suiza	Polonia	Indonesia

Fuente: Eichengreen, B. y D. Irwin (2009, pp.42)

Anexo VI – Pasado reciente: desequilibrios comerciales (Estados Unidos) y aumento del ahorro externo (economías emergentes)

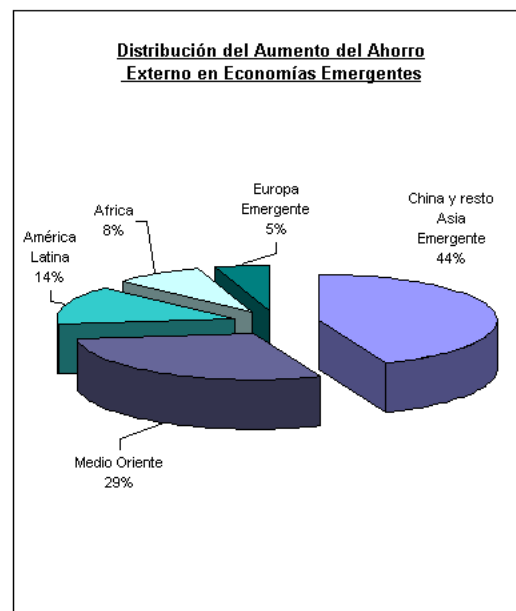


Obtenido del libro “El Colapso de Wall Street”, pp. 24

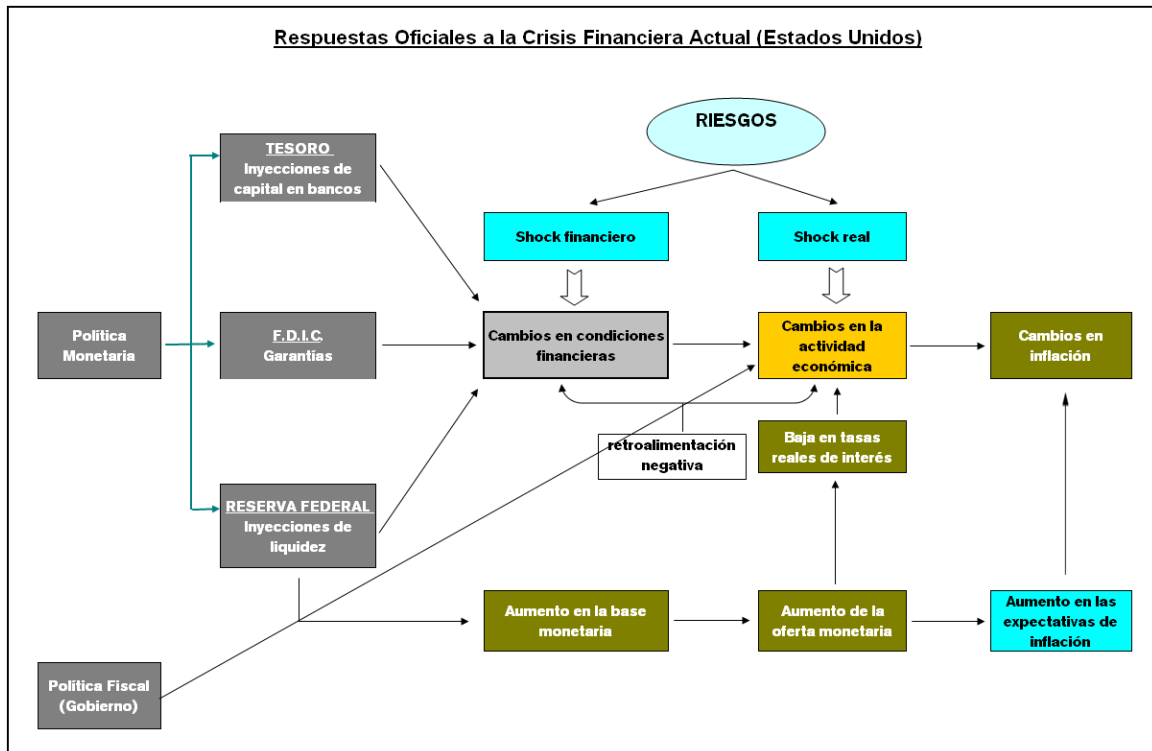


Fuente: IMF

Obtenido del libro “El Colapso de Wall Street”, pp. 39



Anexo VII – Esquema de Respuestas Oficiales a la crisis (Estados Unidos)



Programas de respuesta (Estados Unidos)		
Programas de asistencia (por agencia)	Importe en billones de dólares (límite)	%
Reserva Federal (Fed)	7.270,65	63%
Primary Credit Discount	110,74	
Secondary Credit	1,00	
Primary dealers and others	147,00	
ABCP Liquidity	145,89	
AIG Credit	60,00	
Commercial Paper Program	1.200,00	
Maiden Line (Bear Stearns assets)	29,50	
Maiden Lane II (AIG Assets)	22,50	
Maiden Lane III (AIG Assets)	30,00	
Term Securities Lending	75,00	
Term Auction Facility	375,00	
Securities lending overnight	10,42	
Term Assets-Backed loans (TALF)	1.000,00	
Currency Swaps / Other Assets	606,00	
GSE Debt Purchase	200,00	
GSE Mortgage-Backed Securities	1.250,00	
Citigroup Bailout Fed Portion	220,40	
Bank of America Bailout	87,20	
Commitment to Buy Treasuries	300,00	
Otros	1.400,00	
Federal Deposit Insurance Corp. (FDIC)	2.477,50	21%
Public-Private Investment (PPIP)	1.000,00	
Temporary Liquidity Guarantees	1.400,00	
Guaranteeing GE Debt	65,00	
Citigroup Bailout, FDIC Share	10,00	
Bank of America Bailout, FDIC Share	2,50	
Housing and Urban Development (HUD)	306,00	3%
Hope for Homeowners (FHA)	300,00	
Neighborhood Stabilization (FHA)	6,00	
US Government	1.487,00	13%
<u>Troubled Assets Relief Program (TARP)</u>	<u>700,00</u>	
Capital Purchase Program	204,55	
General Motors, Chrysler	79,97	
American International Group (AIG)	69,84	
Making Home Affordable Program	23,40	
Targeted Investment Bank of America	20,00	
Targeted Investment Citigroup	20,00	
Term Asset-Backed Loan (TALF)	20,00	
Citigroup Bailout	5,00	
Auto Suppliers	5,00	
Otros programas	<u>252,24</u>	
<u>American Recovery and Reinvestment Act</u>	<u>787,00</u>	
Gastos federales	499,00	
Descuentos impositivos	288,00	
TOTAL	11.541,15	

Fuente: Reserva Federal, FDIC, HUD, Gobierno Americano, Bloomberg.

Anexo VIII – Respuesta de los bancos centrales (crisis actual)

Respuestas de los Bancos Centrales frente a la crisis actual								
Objetivo	Medidas adoptadas	Fed	BCE	BoE	BoJ	BoC	RBA	SNB
Política Monetaria	Operaciones de ajuste excepcionales	x	x	x	x	x	x	x
	Variación de los requerimientos de reservas mínimas obligatorias	x						
	Reducción de la banda de fluctuación de la tasa de interés a un día	x	x	x				
	Remuneración de reservas	x			x			
	Aumento de depósitos del tesoro	x				x		
	Depósitos o valores del banco central a corto plazo		x	x	x		x	x
Influir en las condiciones del mercado interbancario	Modificación de la facilidad de la ventanilla de descuento	x		x				
	Operaciones a largo plazo excepcionales	x	x	x	x	x	x	x
	Ampliación de las garantías admisibles	x	x	x	x	x	x	x
	Ampliación de las contrapartes	x		x	x	x	x	x
	Líneas de swaps de divisas entre bancos centrales	x	x	x	x	x	x	x
	Introducción o relajación de las condiciones de préstamo de valores	x		x	x	x		
Influir en las condiciones del mercado de créditos y el sist. financiero	Redescuento/compra/aceptación en garantía de efectos comerciales	x		x	x	x	x	
	Redescuento/compra/aceptación en garantía de bonos respaldados por activos	x	x	x			x	
	Redescuento/compra/aceptación en garantía de títulos de deuda corporativa			x	x	x		x
	Compra de títulos de deuda pública	x		x	x			
	Compra de otros títulos de deuda privada				x			x

Fed = Reserva Federal; BCE = Banco Central Europeo; BoE = Banco de Inglaterra; BoJ = Banco de Japón; BoC = Banco de Canadá; RBA = Banco de la Reserva de Australia; SNB = Banco Nacional de Suiza.

Fuente: Bank for International Settlements, 79o. Informe anual, pp. 111

Coordinación de políticas entre bancos centrales (crisis actual)							
Bancos centrales proveedores de liquidez (divisa)	Dic-07	Mar-08	Set-08	Oct-08	Nov-08	Ene-09	Feb-09
	Provisión de liquidez: Anuncio de líneas de swaps con los bancos centrales de:						
Reserva Federal (USD)	CH, XM	JP, GB AU, CA, DK, NO, SE	BR, KR, MX, NZ, SG				
Banco Nacional de Suiza (CHF)			XM	PL	HU		
Banco Central Europeo (EUR)				DK, HU	PL		
Bancos centrales nórdicos(EUR)		IS					
Riksbank (SEK)							EE
	Tasas de interés Rebaja conjunta de las tasas de interés de los BC de:						
				CA, XM, CH, SE, GB, US			

AU = Australia; BR = Brasil; CA = Canadá; CH = Suiza; DK = Dinamarca; EE = Estonia; GB = Reino Unido; HU = Hungría; IS = Islandia; JP = Japón; KR = Corea; MX = México; NO = Noruega; NZ = Nueva Zelanda; PL = Polonia; SE = Suecia; SG = Singapur; US = Estados Unidos; XM = Zona del Euro.

Fuente: Bank for International Settlements, 79o. Informe anual, pp. 113

Medidas especiales para estabilizar el sistema financiero													
Medidas adoptadas	AU	BR	CA	CH	DE	FR	GB	HK	IT	JP	KR	NL	US
Garantía de depósitos	x			x	x		x	x	x		x		x
Restricciones sobre ventas en corto	x		x		x	x	x		x	x		x	x
Inyecciones de capital		x		x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Avales de deuda	x		x		x	x	x		x	x	x	x	x
Garantía de activos							x					x	x
Compra de activos	x		x	x	x		x			x			x
Nacionalización					x		x					x	x

AU = Australia; BR = Brasil; CA = Canadá; CH = Suiza; DE = Alemania; FR = Francia; GB = Reino Unido; HK = Hong Kong; IT = Italia; jp = Japón; KR = Corea; NL = Holanda; US = Estados Unidos

Fuente: Bank for International Settlements, 79o. Informe anual, pp. 118