

**Análisis comparativo  
entre la Crisis de 1929  
y 2008**

## Índice

1	Resumen ejecutivo .....	3
2	Análisis histórico de Estados Unidos .....	5
2.1	Crisis de 1929 .....	5
2.1.1	Primera Guerra Mundial y comienzo de los años 20 .....	5
2.1.2	Impacto en el sector real .....	7
2.1.3	Crisis Bancarias.....	8
2.1.4	Salida de la crisis.....	11
2.2	Crisis actual .....	16
2.2.1	Securitización .....	17
2.2.2	La caída de Wall Street y el impacto en el sector real.....	19
3	Diferencias y similitudes entre la crisis de 1929 y la de 2008.....	22
3.1	Similitudes.....	22
3.1.1	Política Monetaria.....	22
3.1.2	Sistema Financiero.....	25
3.1.3	Sector real .....	27
3.2	Diferencias .....	28
3.2.1	Sistema monetario y cambiario .....	28
3.2.2	Respuesta de la FED .....	29
3.2.3	Incidencia de la Inflación e intercambios comerciales .....	30
4	Medidas en Estados Unidos .....	32
4.1	Adoptadas.....	32
4.1.1	Política Monetaria y Financiera .....	32
4.1.2	Política Fiscal .....	32
4.1.3	Política cambiaria .....	33
4.1.4	Políticas Sectoriales .....	33
5	Medidas Internacionales .....	34

6	Recomendaciones para el ámbito internacional .....	35
7	Análisis histórico de Uruguay.....	37
7.1	Batllismo .....	37
7.2	Comienzos de la década del 30.....	38
8	Medidas tomadas en Uruguay .....	40
8.1	Crisis cambiaria.....	40
8.2	Devaluación del peso .....	41
9	La crisis actual y sus repercusiones en Uruguay .....	41
10	Recomendaciones .....	44
11	Bibliografía.....	46

## 1 Resumen ejecutivo

La Gran Depresión es considerada una de las mayores crisis económicas de los últimos tiempos, debido a su profundidad, duración e impacto global.

Por lo tanto es inminente que la crisis que actualmente está atravesando el mundo sea comparada con la mencionada para examinar si se ha aprendido de los errores cometidos en el pasado.

En el presente documento se analizará el contexto histórico en que se enmarcaron tanto la crisis de 1929 como la de 2008, puntualizándose en las diferencias y similitudes entre ambas, tanto desde el punto de vista de sus orígenes como de las repercusiones y medidas de política adoptadas por los distintos países.

En lo que respecta a los acontecimientos históricos es importante identificar los hechos que desencadenaron ambas crisis, haciendo hincapié tanto en el sector monetario como financiero, los cuales han tenido en ambos momentos un rol preponderante como disparadores.

Luego de este análisis histórico se identificarán los puntos de contacto o divergencia en ambos periodos, concluyendo que la política monetaria tuvo gran incidencia en el desenlace de las crisis, debido a que la tasa de política monetaria en Estados Unidos no estuvo en concordancia con lo que el mercado hubiera requerido.

Ante la crisis los gobiernos respondieron con una batería de medidas, las cuales abarcaron la política monetaria, fiscal, cambiaria, comercial y sectorial. Dependiendo de los márgenes de acción de cada país, estos se focalizaron en unas u otras.

Por su parte Uruguay también sufrió las consecuencias de ambas crisis, razón por la que debió implementar un conjunto de medidas que, como se analizará, no siempre fueron las más adecuadas.

Debe mencionarse que al ser un país pequeño, las mayores consecuencias se reflejan en los intercambios comerciales, aunque actualmente también la integración financiera actúa como un canal de contagio

Finalmente, se recomienda que Uruguay adopte una Ley de Responsabilidad Fiscal que le permita incrementar el gasto público en función de su crecimiento potencial y no actual, garantizando así la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo.

## 2 Análisis histórico de Estados Unidos

### 2.1 Crisis de 1929

#### 2.1.1 Primera Guerra Mundial y comienzo de los años 20

La crisis de 1929, no se desató únicamente por el colapso del sistema financiero. Muchos otros factores contribuyeron para que se desarrollara la Gran Depresión.

Al término de la Primera Guerra Mundial las relaciones comerciales, la hegemonía financiera y económica reflejaron un giro de 180 grados.

La merma en la productividad de las tierras, la destrucción del capital, el descenso en la demanda mundial (debido a la desmovilización de las tropas) y la consecuente disminución de los precios agrícolas, hicieron que Europa tuviera grandes problemas para reactivar su economía.

En relación a la perspectiva financiera, Estados Unidos obtuvo grandes beneficios. Por un lado pasó de tener una deuda neta de 3,5 mil millones de dólares en 1914 a ser acreedor neto por un monto del orden de 7 mil millones de dólares<sup>1</sup>. Por otro, la libra dejó de tener la hegemonía en los intercambios internacionales, perdiendo terreno frente al dólar.

Por lo tanto, las consecuencias de la guerra para los países beligerantes fueron grandes déficits, disminución en su capacidad productiva y aumento en la deuda neta.

Al comienzo de los años 20 se desata la conocida hiperinflación alemana (los precios se multiplicaron por 452.998.200<sup>2</sup>), a raíz de la imposibilidad de efectuar los pagos de reparación de guerra.

En 1924, para que Alemania pudiera hacer frente a sus deudas sin socavar su capacidad de recuperación se firmó El Plan Dawes. El mismo estableció una nueva forma de pago, la reestructuración del Reichsbank bajo supervisión de

---

<sup>1</sup> Temin, P. "The Great depression"

<sup>2</sup> P. Krugman y M. Obstfeld, "Economía Internacional Teoría Política" p. 559.

los vencedores, y la suspensión del pago con materias primas y bienes muebles.

Cabe destacar que la mayor fuente de ingresos para Alemania eran los empréstitos provenientes de Estados Unidos. Con los cuales pagaba sus deudas a los vencedores europeos, y a su vez estos cancelaban las deudas que mantenían con Estados Unidos.

En un principio el Plan tuvo resultados positivos, se logró cierta estabilidad de las economías europeas, lo que permitió restablecer el Patrón Oro y los flujos comerciales. En particular, en 1925 Gran Bretaña fija una paridad Oro-Libra igual a la establecida antes de la Primera Guerra Mundial.

Para mediados de la década del 20 la economía a nivel global mostraba indicios de recuperación. La manufactura de bienes durables, como los automóviles así como también el sector de la construcción (tanto pública como privada) mostraba un gran dinamismo, en contraposición con los años anteriores.



Estados Unidos no estuvo ajeno a la recuperación económica mundial. De hecho el índice de producción industria llegó a su máximo en febrero de 1928.

Este auge económico fue acompañado por un dinamismo en la actividad financiera. A modo de ejemplo, en 1928 los retornos de los activos que cotizaban en la bolsa de Nueva York eran de entre 40% y 50%<sup>3</sup>. Estas altas tasas de rendimiento eran un reflejo de la burbuja especulativa que se había gestado.

Con el fin de evitar esta excesiva especulación la Reserva Federal (FED) subió la tasa de interés de referencia esperando que esto afectara únicamente a la

<sup>3</sup> The Economist en base a "A new Historical Database for the NYSE 1815 for 1925"; "Performance and Predictability", Yale School of Management Working Paper, July 2000

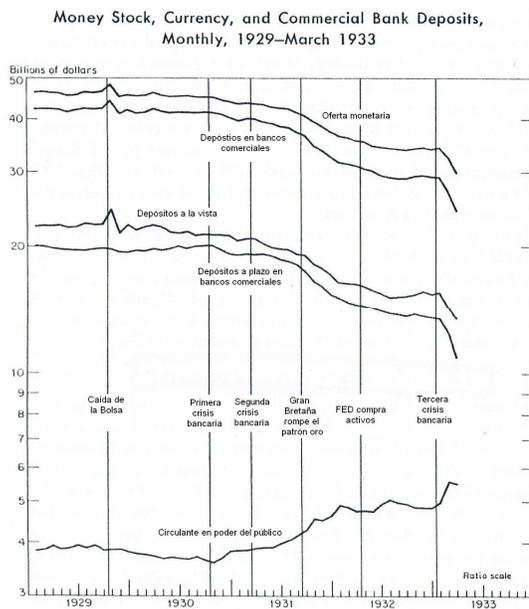
actividad financiera. Sin embargo, la medida tuvo un efecto negativo sobre el sector real y no fue efectiva para su objetivo inicial.

Finalmente el 4 de octubre de 1929 se produjo el crack de la Bolsa de Nueva York, más conocido como “Jueves Negro”.

### 2.1.2 Impacto en el sector real

Al principio fue solo un colapso en el sistema financiero que incidió sobre la confianza de los inversores y disminuyó la riqueza de las personas, sin tener mayor impacto sobre las finanzas de los bancos, dado que no hubo una inmediata corrida bancaria.

En los dos meses que siguieron a la caída de la bolsa de Nueva York se produjo un gran descenso en la actividad económica, denotando el impacto que comenzaba a tener la crisis en el sector real.



Sin embargo, el deterioro macroeconómico no fue provocado únicamente por la crisis financiera. Debe mencionarse que en agosto de 1929, luego de haber mantenido la tasa de referencia constante, la Reserva Federal la subió de 5% a 6%.

Esto, sumado a la crisis de confianza, lo cual sí fue consecuencia de la caída de la bolsa, tuvo un impacto negativo

sobre el consumo y la inversión.

En los años sucesivos, las crisis bancarias, la incertidumbre, las expectativas desfavorables de los agentes y la respuesta inadecuada de la Reserva Federal convirtieron la crisis económica iniciada en 1930 en la Gran Depresión, la cual duró hasta 1933.<sup>o</sup>

<sup>o</sup> Gráfico extraído de “A monetary History of the United States, 1867-1960”

Por otro lado, hasta octubre de 1930 los depósitos en bancos comerciales tuvieron un comportamiento estable, al tiempo que la emisión en poder del público presentaba una leve tendencia a la baja.

En este momento es importante referirnos al sector comercial ya que en Junio de 1930 ocurre un hecho trascendental en este ámbito.

Estados Unidos, luego de haber aumentado los aranceles a la producción agrícola con el fin de proteger el sector, decide extender esta medida a la industria por medio de la aprobación de la Ley "Smooth-Hawley".

<b>Estados Unidos</b>			
(MM USD)			
	<b>PNB</b>	<b>Renta Nacional Nacional</b>	<b>Inversión Privada Bruta</b>
1929	103,8	87,4	15,8
1930	90,9	75	10,5
1931	75,9	58,9	5,4
1932	58,3	41,5	0,9
1933	55,8	39,6	1,3
1934	64,9	48,6	2,8
1935	72,2	56,8	6,1
1936	82,5	64,7	8,3
1937	90,2	73,6	11,4
1938	84,7	67,4	6,3
1939	90,4	72,5	9
1940	100,5	81,3	13

Fuente: M.Niveau "Historia de los Hechos Económicos Contemporáneos"  
En base a Historical Statistics of the U.S.p 12

Muchos países reaccionaron incrementando sus propios aranceles e incluso imponiendo restricciones a las importaciones comenzando de esta manera un período de fuerte proteccionismo a nivel mundial.

En 1930 el Producto Nacional Bruto de Estados Unidos disminuyó 12.5%, mientras que la Inversión lo hizo en 33.5%. La deflación alcanzó un 9.4% y la baja en los salarios fue del orden del 19.1%.

### 2.1.3 Crisis Bancarias

Una de las características de la Gran Depresión fue el espectacular impacto en el sistema bancario. Al término de la misma un tercio del total de los bancos existentes en 1929 había quebrado.

Según Milton Friedman y Ann J. Schwartz se suceden tres olas de crisis bancarias en el periodo de la Gran Depresión.

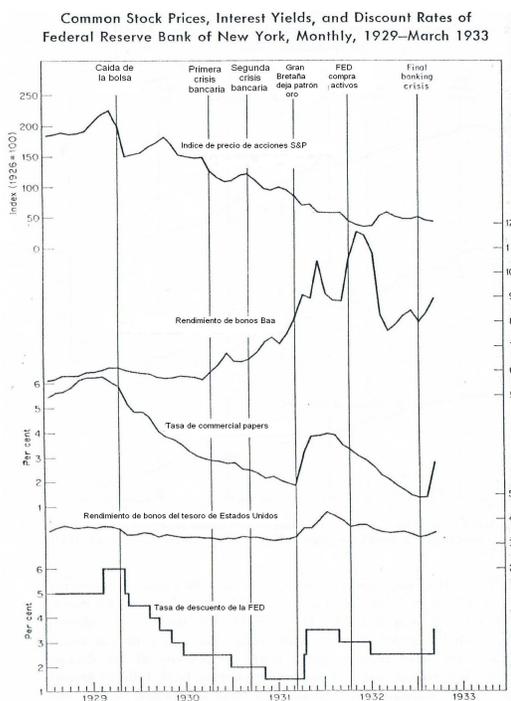
La primera, en 1930, estuvo caracterizada por un aumento de las preferencias por liquidez de los agentes. Hubo caídas de bancos en numerosos estados, las cuales expandieron el pánico haciendo que los agentes quisieran convertir rápidamente sus depósitos en billetes.

Esto se refleja en el aumento de la emisión en poder del público en detrimento de los depósitos de los particulares en los bancos

El 11 de diciembre de 1930 ocurrió la caída más representativa. Fue la del Banco de Estados Unidos el que tenía más de 200 millones<sup>4</sup> de dólares en depósitos. Debe mencionarse que su capital era privado pero que a nivel mundial se asociaba a la órbita gubernamental.

La respuesta de la FED se hizo esperar, dado que la tasa de interés de referencia se mantuvo incambiada en un nivel de 2,5% desde julio hasta diciembre de 1930.

La segunda crisis bancaria ocurrió en 1931, y tuvo su epicentro en Europa, con la falla del banco austríaco Kreditanstalt, el más grande del país.



Setiembre de 1931 es una fecha de especial importancia, ya que Gran Bretaña abandona el patrón oro y sucesivamente lo hacen numerosos países. Esta decisión fue tomada luego de que se produjeran encadenadas corridas contra la libra.

La consecuencia inmediata sobre Estados Unidos fue una masiva conversión de dólares a oro, ya que se temía que siguiera el camino de Gran Bretaña.

Pero la FED, en vez de liberar la cotización del dólar (como en Gran

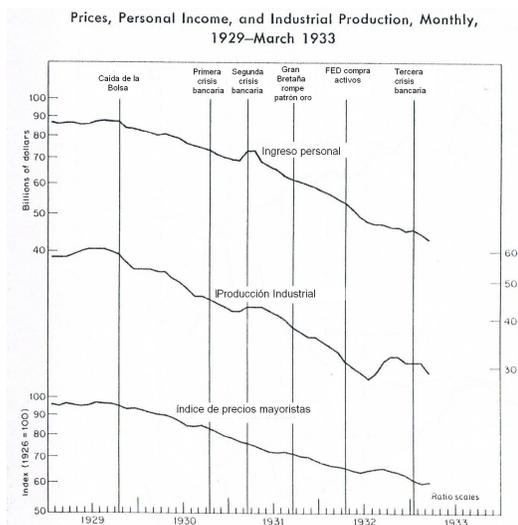
Bretaña) o de restringir la venta de oro (política aplicada por Alemania), decidió defender la paridad dólar-oro mediante la venta de sus reservas en este metal.

<sup>4</sup> M. Friedman y A. Schwartz, "A monetary History of the United States, 1867-1960"

° Gráfico (página 9,10) extraído de "A monetary History of the United States, 1867-1960"

Así, las reservas de oro cayeron en USD 725 millones desde mediados de setiembre hasta fines de octubre de 1931. Para frenar la corrida contra el dólar la Reserva Federal respondió subiendo las tasas de interés, medida que logró su cometido en la disminución de las salidas de oro del país, pero que tuvo un alto impacto en el sector real.

Evidentemente, aquí se encuentra unas dificultades que presenta un sistema monetario basado en el patrón oro. Para proteger las reservas internacionales era necesario subir las tasas de interés, con el fin de que los activos estadounidenses fueran más rentables. Sin embargo, dado que la economía estaba sumida en una gran depresión un aumento de las tasas significaba un impacto negativo en el sector real.



Como consecuencia de la masiva salida de oro se generó otra ola de quiebras de bancos, agravada por el hecho de que los mismos debieron vender gran parte de sus activos para cumplir con la demanda por liquidez.

Finalmente la tercera crisis bancaria comenzó a fines de 1932, siendo la más severa de las tres.

Nuevamente el pánico existente en el público llevó a que los bancos enfrentaran corridas masivas y vieran disminuir sus reservas, en algunos casos a niveles menores a los límites legales.

Adicionalmente una disposición del Congreso aprobada en 1932 obligaba a la FED a publicar los nombres de los bancos que tomaban préstamos de las instituciones, lo cual automáticamente generaba una corrida contra estos.

Así, los bancos se volvieron reacios a tomar préstamos de la Reserva Federal, dado que al hacerlo estaban anunciando al público sus problemas de liquidez.

El 6 de marzo de 1933 se declaró feriado bancario nacional, suspendiéndose también la salida de oro del país, tal como se había implementado en crisis anteriores.

Todos estos años de profunda crisis llevaron a que el producto descendiera 46.2% entre 1929 y 1933, mientras que la Inversión lo hiciera en un alarmante 91.7%. La deflación alcanzó un 30.8% y la baja en los precios agrícolas fue del orden del 54.3%

El mercado laboral sufrió severas consecuencias llegando a 1933 con 13.000.000<sup>5</sup> desempleados lo que representaba aproximadamente un 27% de la población activa.

## 2.1.4 Salida de la crisis

### 2.1.4.1 *New Deal*

La recuperación económica comenzó luego de que, bajo el mandato de Roosevelt, se tomaran medidas drásticamente diferentes a las que se venían aplicando hasta ese momento.

Si bien muchas de ellas no incidieron directamente sobre la actividad económica, sí lo hicieron positivamente sobre las expectativas de los agentes, quienes vieron que por parte del gobierno se tomaban acciones concretas para salir de la crisis.

El nuevo rumbo que pretendió darse a la economía fue llamado New Deal, que consistió en una serie de medidas tanto fiscales como monetarias. Su objetivo era dar impulso a la inversión y al consumo, así como cortar el espiral deflacionario. Buscaba también, crear una regulación más estricta para el sistema financiero con el fin de evitar futuras vulnerabilidades.

En 1933 se aprueban una serie de disposiciones tendientes a cumplir los objetivos fijados.

En marzo de 1933 es aprobada la “**Emergency Banking Act**”, luego del feriado bancario que duró 4 días. Esta disposición establecía que solo aquellos

---

<sup>5</sup> M. Niveau, “Historia de los Hechos Económicos Contemporáneos” p. 185

bancos que hubieran pasado una inspección federal que determinara su solvencia podrían reabrir luego del feriado bancario. Se prohibieron también las exportaciones de oro.

La “**Banking Act**” aprobada en junio de 1933 crea la Federal Deposit Insurance Corporation, la cual tenía como potestad más destacable asegurar los depósitos bancarios. Además esta legislación separaba los bancos comerciales de los de inversión.

En enero de 1934 se estableció el seguro de depósitos en USD 2.500, el cual se incrementó a USD 5.000 en julio de ese mismo año, restaurando la confianza de los depositantes.

En años sucesivos la regulación siguió evolucionando con el fin de que no se volviera al esquema pre 1929 en el cual los bancos financiaban por medio de créditos la especulación en la Bolsa de Valores.

Es importante destacar que la creación de este seguro de depósitos tuvo gran incidencia en el desenlace de la crisis actual en relación a la de 1929, ya que el riesgo de mantener depósitos es actualmente mucho menor que en esa época.

Por otro lado, en mayo de 1933 se aprueba la “**Agricultural Adjustment Act**” (AAA), cuya meta era socorrer al sector agrícola el cual había sido severamente golpeado.

La medida más importante tenía el cometido de reducir la producción mediante una indemnización por parte del gobierno para que los productores redujeran la superficie cultivable.

Sin embargo la AAA, no tuvo los efectos esperados. Paralelamente en 1936 fue declarada por la Corte Suprema como inconstitucional.

Se procedió entonces a indemnizar a los productores no por disminuir la superficie cultivada, sino por dejarla en berbecho.

Cabe destacar que en la administración Hoover ya se habían tomado acciones que perseguían el mismo fin. En particular, se había creado la “**Federal Farm**

**Relief Borrad**”, con el fin de sostener los precios de la producción agrícola, lo cual se logró por medio de la compra y almacenamiento de los mismos.

La “**Gold Reserve Act**”, una enmienda introducida a la AAA aprobada en enero de 1934, merece un análisis independiente, ya que por medio de la misma se devaluó el dólar, rompiendo así con el patrón oro.

La misma, establecía que las monedas de oro debían salir de circulación y ser transformadas en lingotes. El presidente anunció que la onza de oro sería comprada a USD 35, lo que implicó una devaluación del 70%.

Cabe señalar que previo a la devaluación, el gobierno había comprado una gran cantidad de oro bajo la legislación aprobada en 1933, al precio de USD 20,67, lo cual resultó en grandes ganancias para la Tesorería Americana.

En relación al sector industrial se aprobó en junio de 1933 la “**National Industrial Recovery Act**” (NIRA) cuyo objetivo era reactivar la economía teniendo en cuenta ciertas limitaciones en la producción y ajustes en los salarios.

Además, se establecieron los llamados “códigos” para cada industria. En su elaboración participaron representantes del gobierno, de las empresas y los sindicatos, solo si la industria presentaba esquemas de oligopolio.

Lo que sucedió en la práctica fue que los “códigos” se limitaron mayoritariamente a establecer las horas de trabajo (40 horas semanales), los salarios mínimos y los precios de la producción.

En 1935 esta ley fue declarada anticonstitucional por la Suprema Corte de Justicia, y una investigación realizada por una Comisión estableció que fue generadora de esquemas monopólicos en diversas ramas económicas.

En el marco del New Deal se aprobaron otra gran cantidad de medidas que pretendían ampliar el gasto público. Ejemplo de las mismas son la “**Emergency Relief Act**”, que tenía el fin de dar trabajo a los desempleados por medio de subsidios a emprendimientos; la “**Reforestation Relief Act**” con la cual se le dio trabajo inmediato a 250.000 hombres cuya tarea era el desarrollo de parques nacionales, la reforestación y la construcción de

carreteras; la **construcción de represas hidroeléctricas en el Valle de Tennessee** y la **“Home Owner Refinancing Act”**, que permitía a los propietarios refinanciar sus hipotecas.

En conclusión, las medidas de expansión fiscal, fijación de precios y salarios e incentivos a la disminución de la producción no fueron suficientes para reactivar la economía y tuvieron un efecto negativo sobre las finanzas públicas.

No obstante, se logró cortar el espiral deflacionario, romper con el patrón oro y dar una señal clara al mercado de que todo lo que estuviera al alcance del gobierno sería realizado.

#### 2.1.4.2 Medidas Internacionales

Muchas regiones comenzaron a integrarse estableciendo entre ellas acuerdos preferenciales, para aumentar los flujos comerciales que se habían visto severamente disminuidos como consecuencia de las políticas proteccionistas.

Muestra de ello, es que 1932 se firmó el Convenio de Oslo entre Bélgica, Holanda, Luxemburgo y Finlandia y el Convenio de Ottawa entre Gran Bretaña y los países del Commonwealth.

<b>Índice de Producción Industrial en 1932 (1929=100)</b>	
Estados Unidos	53
Alemania	53
Canadá	58
Italia	67
Francia	72
Gran Bretaña	84
Japón	98
URSS	183

Fuente:  
M.Niveau: "Historia de los Hechos Económicos Contemporáneos en base a W.A.Lewis, Economics Survey

Además en 1936 se aprobó una resolución por parte de Francia, Estados Unidos e Inglaterra comprometiéndose a disminuir los aranceles y a dinamizar las relaciones comerciales. Sin embargo, su implementación fue lenta y el flujo comercial no se reestableció hasta terminada la Segunda Guerra Mundial.

Aquí se inició un nuevo esquema en el intercambio comercial caracterizado por la integración de los países en bloques. Se establecieron condiciones ventajosas (disminución de aranceles, preferencias cuantitativas, entre otras) a sus miembros con respecto al resto de los países.

Por otro lado, la salida de la crisis de los países europeos fue posterior a la de Estados Unidos. Algunos de ellos, tal es el caso de Francia, no se vieron tan afectados por la crisis sino hasta después de la devaluación de la libra.

Gran Bretaña fue la que sufrió las consecuencias más severas. En 1931 se vio obligada a romper el patrón oro, por lo que con el fin de contrarrestar los efectos de la crisis, mantuvo sus tasas de interés en niveles muy bajos.

En Alemania y Francia las medidas tomadas fueron muy distintas, ambos países se mantuvieron en el patrón oro luego de la devaluación de la libra, por lo que tuvieron que adoptar políticas deflacionarias.

## 2.2 Crisis actual

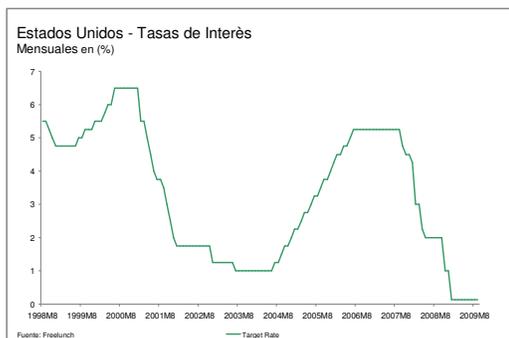
A nuestro entender gran parte de las causas y detonantes de la actual crisis económica, son explicadas por la política aplicada por la Reserva Federal en respuesta a la crisis del 2001 desatada en Estados Unidos.

Luego de la ruptura de la burbuja especulativa de los “dot.com” en 2001 (acciones de empresas relacionadas con internet), de los ataques terroristas del 11 de setiembre del mismo año y de la inminente desaceleración por la que estaba atravesando Estados Unidos, tanto la política monetaria como fiscal tuvieron un giro.

En cuanto a la política fiscal es necesario mencionar que debido a la caída de las Torres Gemelas, Estados Unidos se embarcó en la Guerra de Irak, la que fue financiada con aumento del gasto público. Sumado a ello presentaba déficit en cuenta corriente desde la década del 90 que puntualmente en 2001 llegaba a 4% del PIB.

Tanto el déficit comercial como el aumento del gasto público, fueron financiados en parte por el ahorro neto de las economías asiáticas.

En lo que respecta a la política monetaria, bajo la conducción de Alan Greenspan, la Reserva Federal comenzó a bajar la tasa de interés. Esta se ubicaba en 6,5% en setiembre de 2000 y descendió a 2% en octubre de 2001, denotando una caída abrupta. En los meses sucesivos, las bajas fueron menos



pronunciadas y más espaciadas, alcanzando un mínimo de 1% en enero de 2004.

Tanto la política monetaria laxa como el financiamiento obtenido desde el exterior, abarataron el crédito disponible para el sector financiero.

A su vez, los bancos, al tener exceso de liquidez comenzaron a tener políticas crediticias menos restrictivas, lo que llevó a que personas que en otro momento no hubieran calificado para conseguir un préstamo hipotecario, ahora sí lo

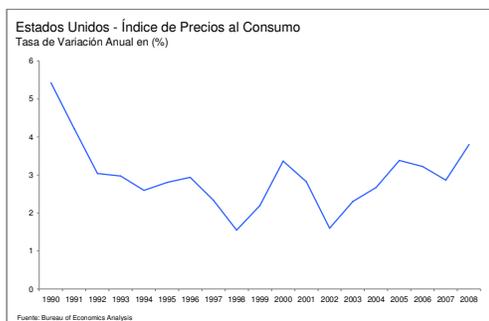
hicieran. Así surgieron los préstamos de baja calidad, más conocidos como “subprime”.

Paralelamente y debido a la creciente demanda fundada en el aumento de crédito, los precios de los inmuebles comenzaron a subir generando de este modo una burbuja especulativa en el sector inmobiliario.

El exceso de liquidez también llegó a Wall Street, generando que los agentes estuvieran más dispuestos a buscar nuevos productos, de mayor rentabilidad, y por lo tanto asumieran más riesgo.

Esta avidez por activos de mayor rentabilidad dio un impulso a la demanda por productos financieros más complejos, entre los cuales se encontraban los activos respaldados por créditos hipotecarios (CDOs) que fueron adquiridos por inversores y bancos.

Estos presentaban la particularidad de que el riesgo asociado a los CDOs y su rentabilidad no estaban en concordancia, lo cual se explica por el espectacular aumento en los precios de los inmuebles.



Análogamente los efectos de esta política monetaria pueden verse reflejados en una aceleración de la inflación desde 2002 hasta 2005, pasando de 1.6% a 3.4%.

Sumado a ello los precios de los commodities experimentaron una explosión desde 2006 hasta 2008, explicado en parte por la expansión en el consumo mundial.

### 2.2.1 Securitización

El mecanismo por medio del cual estas hipotecas llegaban al mercado de capitales se denomina “securitización”, y tiene como principal objetivo diversificar el riesgo, transfiriéndolo desde las instituciones emisoras de préstamos hipotecarios hacia inversores de diversa índole.

Debe destacarse que el proceso de securitización no es empleado únicamente con activos respaldados por hipotecas, sino que puede utilizarse con cualquier activo generador de un flujo de fondos.

Es necesario explicar este proceso para entender cómo se expandió el problema hipotecario desde el sector bancario hacia el sistema financiero.

La securitización más básica implica dos pasos fundamentales. El primero consiste en la identificación por parte de la empresa de los activos generadores de ingresos que desea securitizar, y la consecuente separación de su balance. Estos activos son comprados por una institución financiera especializada en la creación y venta de portafolios que los contienen.

En un segundo paso, las instituciones financieras combinan los activos de acuerdo a determinados criterios con el fin de vender los nuevos productos en el mercado de capitales.

Con el tiempo los procesos se fueron complejizando, dando lugar a la aparición de productos más sofisticados. El caso de mayor relevancia para la crisis actual fueron los activos respaldado por hipotecas.

Las instituciones financieras agrupaban las hipotecas según su ubicación, ingreso del solicitante y otras condiciones que daban una idea del riesgo que implicaban. Utilizaban sofisticados modelos matemáticos que pretendían agruparlas de tal modo que los productos que generaban tuvieran distinto nivel de riesgo.

A su vez, cada producto estaba definido de tal forma que explicitaba las prioridades en el derecho de cobro. Los activos denominados “senior” eran los que tenían prioridad en su cobro y los “junior” se cobraban por último. Por lo tanto esto también determinaba el nivel de riesgo que cada uno tenía.

Las calificadoras de riesgo evaluaban los distintos productos y los rankeaban (AAA, AAB, AA, B, etc.) formando los CDO (colateralized debt obligations), que posteriormente eran vendidos en el mercado de capitales. Eventualmente estos CDOs podían agruparse y pasar a formar productos más complejos, lo cual hacía sumamente difícil evaluar su contenido y riesgo.

Uno de los inconvenientes con este proceso es el hecho de que las instituciones emisoras del préstamo debían quedarse con una proporción de los CDOs. Como consecuencia el riesgo no era transferido en su totalidad, dado que estos activos sí formaban parte del balance de los bancos. Por lo tanto cualquier variación en su precio repercutiría en su patrimonio neto.

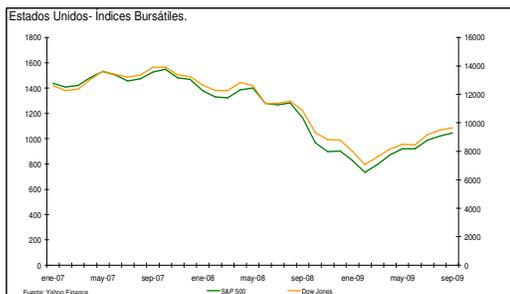
Una gran cantidad de estos activos estaban en la cartera de los bancos inversión, los que se caracterizan por no poder captar depósitos del público, no tener acceso a la ventanilla de descuento de la FED, y por lo tanto poder realizar inversiones más riesgosas que los bancos comerciales.

### 2.2.2 La caída de Wall Street y el impacto en el sector real.

El hecho de que la economía se encontrara más estable en 2005 le permitió a la Reserva Federal enfocarse en disminuir el ritmo de crecimiento de los precios, por lo que comenzó a aumentar paulatinamente la tasa de interés de referencia. Esta aumentó 425 puntos básicos, pasando de 1% en 2004 a 5,25% en mayo de 2007.

En este periodo la economía atravesó una desaceleración, pero la misma no mostraba ningún indicio de transformarse en una recesión.

Esta disminución en el nivel de actividad ayudó a terminar con la burbuja especulativa del sector inmobiliario, debido a que la menor demanda de bienes inmuebles hizo bajar sus precios.



Por un lado la disminución en el valor de las casas provocó un aumento en la morosidad, debido a que ahora el valor de las hipotecas era mayor al del activo que estaban pagando. Esta situación se vio agravada por el hecho de que parte de esos préstamos habían ido a manos de personas con poca capacidad de repago (subprime mortgages).

Por otro lado la crisis en el mercado inmobiliario tuvo su efecto sobre el valor de los CDOs, los que al estar en el balance de los bancos disminuyeron su patrimonio.

El hecho de que quedara al descubierto que los activos subyacentes a los CDO habían perdido gran parte de su valor, y de que muchos de los préstamos eran incobrables, generó que los agentes se apresuraran a desprenderse de estos papeles, contribuyendo a que descendiera aún más su precio.

El precio de las acciones de los bancos también se vio afectado, ya que su patrimonio se había visto disminuido.

Adicionalmente, dos grandes instituciones financieras quebraron, Lehman Brothers y Bear Stern.

La caída del Bear Stern en marzo de 2008 fue una de las primeras que se sucedieron. Esta entidad fue adquirida por JP Morgan, luego de que el precio de sus acciones cayera estrepitosamente. Un mes antes de ser adquiridas por JP Morgan a USD 2, su cotización superaba los USD 150.

En el caso de Lehman Brothers, era una institución financiera fundada en 1850 y que había sobrevivido a la Gran Depresión, por lo cual contaba con años de trayectoria en el mercado.

Cuando su caída era inminente, comenzaron las negociaciones para su adquisición (parcial o completa) por parte de Bank of America y paralelamente con el banco inglés Barclays. Producto de las dificultades relativas a su valuación, ya que nadie sabía con certeza el precio y contenido de sus activos (poseía activos tóxicos), las negociaciones fracasaron y Lehman debió declararse en quiebra.

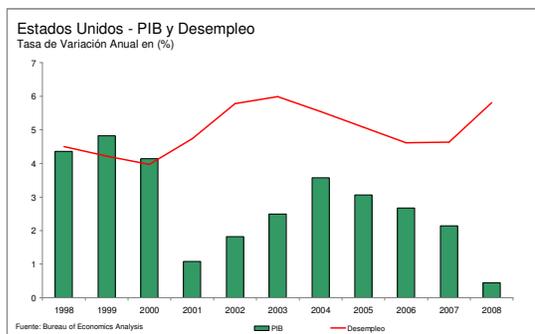
Esta caída fue de singular importancia, dado que a diferencia de los bancos que anteriormente se habían encontrado en serios problemas financieros, esta institución no fue rescatada por ninguna otra (pública o privada).

Su quiebra tuvo una gran repercusión en las expectativas de los agentes, generando un pánico que impactó sobre Wall Street.

La causa del pánico fue fundamentalmente el hecho de que la Reserva Federal lo dejara llegar a la quiebra, sin dar ninguna otra alternativa, decisión que tomó por sorpresa a los mercados.

A esta altura la crisis ya se había trasladado al sector real, pero las razones que subyacen a la desaceleración experimentada desde 2004 y la crisis en la que se entró en 2008 no se encuentran solo en el colapso reciente del sistema financiero.

En primer lugar el aumento de la tasa de interés experimentado desde 2004 se debió a que la inflación se estaba convirtiendo en un problema. Como la economía estaba atravesando un periodo de auge y la tasa estaba en niveles muy bajos, había cierto margen para poder subirla sin que esto tuviera mayores efectos sobre el nivel de producto.



En cuanto a la cuenta corriente, Estados Unidos ha tenido un déficit del orden del 5%, llegando éste a ser del 7% en 2006 y de 5.5% en 2008.

Una de las principales fuentes de financiamiento de este déficit ha sido el ahorro de las economías emergentes. El mismo es sostenible por la única razón de que Estados Unidos es un país que genera confianza, por ser una potencia mundial tanto en el ámbito económico como financiero.

Todo esto, avivado por gran restricción en el crédito hicieron que la economía estadounidense se mostrara un tímido crecimiento de 0.5% en 2008, pero con una diferencia radical entre el primero y el segundo semestre.

### 3 Diferencias y similitudes entre la crisis de 1929 y la de 2008

#### 3.1 Similitudes

Incluso cuando ambas crisis están sumamente distantes en el tiempo, presentan puntos de contacto que las hacen comparables y que por lo tanto se desarrollarán a continuación.

##### 3.1.1 Política Monetaria

En ambas, las decisiones de política monetaria cumplieron roles preponderantes y decisivos, en un caso por la pasividad de la FED para bajar la tasa de interés y en el otro para subirla.

Como ya hemos mencionado, en agosto de 1929 la FED decidió aumentar la tasa de interés para frenar la burbuja especulativa que se había formado en el sistema financiero, más específicamente en la bolsa de valores.

Esta fue una medida inefectiva ya que no logró el descenso en el precio de las acciones que buscaba, y tuvo implicancias en el sector real que claramente no era las que perseguía la autoridad monetaria.

Sumado a ello, en octubre del mismo año, luego del crack de la Bolsa y la inminencia de una recesión, la FED aplicó una paulatina y lenta baja de tasas. Luego la mantuvo estable desde julio de 1930 en el orden del 2.5%, durante seis meses.

Dado que el problema demandaba una medida drástica, la baja no fue suficiente ni estuvo en consonancia con lo que el mercado requería, lo cual denota la pasividad de la FED para impedir la gran crisis que luego se produjo.

Dado que Gran Bretaña abandonó el patrón oro en setiembre de 1931 y sucesivamente lo hicieron otras economías, los agentes (en particular muchos Bancos Centrales europeos) ante el temor de que Estados Unidos adoptara la misma medida, comenzaron a convertir masivamente sus dólares en oro.

La Reserva Federal, para defender la paridad oro-dólar, debió incrementar la tasa con el fin de compensar el riesgo derivado de mantener dólares y frenar así la salida de dicho metal del país.

Es de destacar la restricción que impone el patrón oro en el margen de acción de las autoridades monetarias cuando deben optar por implementar ciertas medidas. Muestra de ello, es que en 1931 se produjo un aumento de 2% de la tasa de interés, de 1.5% a 3.5%, en menos de un mes. Cabe destacar que en ese momento la recesión ya estaba instalada, por lo tanto salvaguardar el sistema monetario profundizó estrepitosamente la crisis.

En lo que respecta a la antesala de la crisis actual, se debe señalar la política expansiva adoptada por Alan Greenspan con el fin de contrarrestar la recesión de 2001.

Para lograrlo bajó la tasa de interés de 6,5% en setiembre de 2000, a 2% en octubre de 2001, la que permaneció en niveles muy bajos hasta el año 2004.

A nuestro juicio, la tasa de interés estuvo en niveles más bajos de los debidos, siendo esto la causa del exceso de liquidez y la consiguiente expansión del crédito interno y formación de la burbuja especulativa en el sector inmobiliario.

Esta afirmación tiene una base empírica en el paper realizado por John.B.Taylor<sup>6</sup>: "The Financial Crisis and the Policy Response: An Empirical Analysis of What Went Wrong"

Taylor afirma que existe una amplia brecha entre la tasa de interés que mantuvo la Reserva Federal durante el periodo 2002-2004, y la que estima como óptima considerando los valores asumidos por las principales variables macroeconómicas en ese mismo período

Esta última, llamada Taylor Rule, es una estimación de la tasa de interés de corto plazo que se *"hubiera tenido en el caso de que la FED hubiera adoptado un comportamiento similar al que tuvo en los últimos 20 años de buen desempeño económico"*<sup>7</sup>.

---

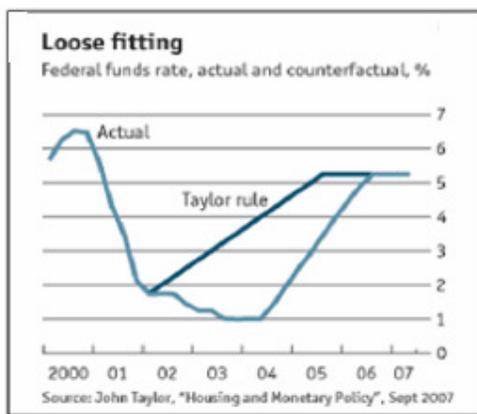
<sup>6</sup> J. Taylor, "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong"

<sup>7</sup> J. Taylor, "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong"

Por lo tanto, para estimar dicha tasa Taylor se basa en una regla de política monetaria que propuso en 1992, a la que le incorpora la inflación y el PIB que se dieron en cada periodo.

A continuación presentaremos los hallazgos más importantes del mencionado trabajo.

En la figura “Loose fitting” se aprecian dos curvas. La curva denominada “actual” es la tasa que efectivamente estableció la Reserva Federal, mientras que la curva “counterfactual” es la hallada por Taylor.



Concluimos por lo tanto, que la tasa de interés estuvo en niveles más bajos de lo que debió haber estado.

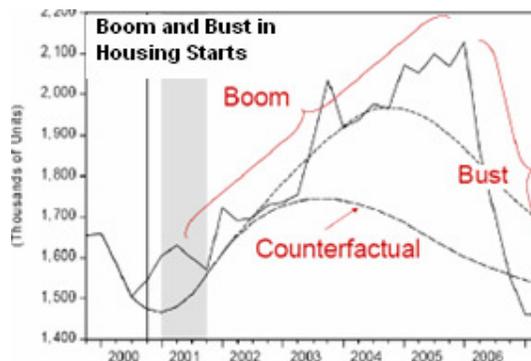
Por otro lado, mediante regresiones y luego simulando distintos escenarios, Taylor representa dos situaciones, las cuales pueden verse en la figura denominada “Boom and Bust in Housing Starts”

Housing Starts”

La primera curva muestra lo que hubiera ocurrido con los precios inmobiliarios si se hubiera seguido la Taylor Rule (curva counterfactual). En la segunda situación, se representa lo efectivamente ocurrido con los precios inmobiliarios (curva que presenta cierta volatilidad), y el comportamiento de la misma sin considerar los ciclos.

Por lo tanto, podemos afirmar que este exceso de liquidez que se produjo en la economía permitió la

formación de una burbuja en el mercado inmobiliario



Fuente: Taylor, John. The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong

En conclusión **en ambas crisis la tasa de interés estuvo disonante con lo que hubiera resuelto el mercado**. En la Gran Depresión la tasa debió haber estado más baja, mientras que en el periodo 2002-2004 debió haber sido más alta.

### 3.1.2 Sistema Financiero

En ambas crisis se produjeron severos problemas en el sistema financiero.

El desplome **del precio de las acciones**, tanto en 1929 como en 2008 experimentó magnitudes similares. En 1929 los retornos negativos llegaron a un 10% en 1929, se ubicaron entre 20 y 30% en 1930 y entre 40 y 50% en 1931; en 2008 se registraron pérdidas de entre 30 y 40%<sup>8</sup>.

El **costo del financiamiento**, tanto bancario como en el mercado de capitales, aumentó significativamente.

En 1929, luego de la caída de la bolsa, el retorno de los bonos corporativos aumentó, lo que implicó un mayor costo de financiamiento por medio del mercado de capitales en los años que duró la crisis.



En 2008 también aumentó el costo de obtener fondos en el mercado de capitales, debido a que los agentes se refugiaron en activos seguros, que paradójicamente fueron los bonos de Estados Unidos. Esto se ve reflejado en el aumento del rendimiento de todos los activos que no tenían grado

de inversión, en particular se puede destacar el caso de los bonos de países emergentes

La gran disminución del crédito otorgado al público por los bancos en la Gran Depresión fue consecuencia de las sucesivas quiebras, disminución en sus

<sup>8</sup> The Economist en base a "A new Historical Database for the NYSE 1815 for 1925"; "Performance and Predictability", Yale School of Management Working Paper, July 2000

reservas y necesidad de deshacerse de activos para cumplir con la demanda por liquidez, entre otros factores.

La crisis actual presentó características similares en este aspecto, dado que los bancos impusieron condiciones más estrictas para la concesión de préstamos a familias y empresas.

Por otro lado, en 1929 disminuyeron los préstamos interbancarios lo que impuso mayores restricciones a los bancos que se encontraban con problemas de liquidez.

En 2008 ocurrió algo muy similar. En el momento de mayor conmoción financiera los préstamos interbancarios prácticamente se frenaron, lo cual se ve reflejado en los altos valores que experimentó la tasa LIBOR.

Otra similitud a destacar se encuentra en el **efecto de la caída de la bolsa de valores en los balances bancarios**.

En ambos casos la caída en los valores de los activos que cotizaban en bolsa tuvo un gran impacto en los balances de los bancos, pudiendo convertir una crisis de liquidez en una de solvencia.

Este hecho es más pronunciado en la crisis de 1929 que en la de 2007, debido principalmente a la diferencia en las políticas aplicadas por la FED en uno y otro caso. En 2007 la Reserva Federal decidió rápidamente inyectar liquidez al mercado con el fin de que no hubiera quiebras masivas como ocurrió en 1929.

Las crisis bancarias de 1931, 1932 y 1933 se sucedieron debido a que los bancos recurrieron a la venta de sus activos para cumplir con la demanda de los depositantes por billetes, ya que no pudieron obtener la liquidez necesaria por parte del prestamista de última instancia. Esto obligó a los bancos a vender sus activos a precios sumamente bajos, provocando en muchos casos la quiebra de los mismos.

En la actual crisis el problema está relacionado con la metodología utilizada para valorar los activos de los bancos, la que establece que debe hacerse a precios de mercado (mark to market). Esta es una buena política en momentos en que hay estabilidad en el mercado financiero, ya que reflejan el valor real

de los activos bancarios, pero es muy distorsiva cuando se generan burbujas especulativas o cuando las mismas explotan.

A su vez, muchas de las colocaciones que tienen los bancos en activos que cotizan en bolsa no son para realizar una ganancia de capital, es decir, comprar cuando el mercado está bajo y vender cuando los precios están altos, sino que sus inversiones tienen un carácter de largo plazo.

En 2007 y 2008 los balances de los bancos se vieron sumamente castigados por la caída generalizada en los precios de sus inversiones, lo cual se agravó a medida que la crisis financiera se profundizaba y afectaba ya no solo a los activos tóxicos. Así, algunos bancos vieron que su problema se había transformado en uno de solvencia.

Otra medida aplicada en ambas crisis fue la **compra de activos** aunque con objetivos diferentes.

En la Gran Depresión la Reserva Federal, presionada por el Congreso, realizó una gran compra de bonos del gobierno, cuyo fin era aumentar la oferta monetaria, la cual había sido muy castigada luego del aumento de la tasa de interés realizado para frenar la salida de oro del país en 1931.

La compra de activos realizada en 2008 tuvo un objetivo muy diferente: sanear el sistema financiero y ofrecer liquidez a los bancos de inversión, los cuales no tenían acceso a la ventanilla de descuento.

### 3.1.3 Sector real

Ambas crisis mostraron **graves repercusiones en el sector real**.

La producción industrial, tuvo una caída del orden de 18% desde 2006 a 2008 y un descenso del 44% en el período 1929-1932. El desempleo, por su parte fue del orden del 27% en 1929 y en agosto de 2008 se de 9.7%.

Igualmente la duración y profundidad del descenso pareciera ser mucho menor en la actualidad, considerando que aún no puede afirmarse que ya se ha salido de la etapa recesiva.

Por otro lado, tanto la crisis de 1929 como la de 2007 tuvieron su **inicio en Estados Unidos** y luego se expandieron al resto del mundo.

Es importante destacar que desde la Primera Guerra Mundial en adelante Estados Unidos comienza a consolidarse como potencia, adquiriendo un gran peso en la economía mundial. Por lo tanto, una recesión en este país tiene gran influencia en el resto del mundo.

Cabe destacar que los canales de contagio fueron distintos. En 1929 fue principalmente el cambiario, mientras que en la actual crisis primó el financiero. El canal comercial estuvo presente en ambas, manifestándose ya entrada la crisis.

## 3.2 Diferencias

### 3.2.1 Sistema monetario y cambiario

Hay una diferencia sustancial que explica muchos de los acontecimientos y las decisiones tomadas por la FED. La misma radica en que el sistema vigente en 1929 establecía que **la emisión de papel moneda debía estar respaldada por reservas de oro; esto no ocurre en la actualidad.**

En primera instancia con el sistema monetario de 1929, no se podía realizar expansiones monetarias sin que las mismas tuvieran un respaldo en oro.

Aunque las reservas de Estados Unidos eran altas, la respuesta de la autoridad monetaria (baja de las tasas de interés de referencia) no llegó a tiempo ni fue suficiente para contrarrestar la crisis.

En la actualidad, dado que el sistema monetario no requiere de respaldo en oro u otro tipo de divisas, la Reserva Federal tiene una mayor flexibilidad para inyectar liquidez en el mercado y para desempeñar su rol de prestamista de última instancia, lo cual le permite asistir a los bancos en problemas.

Otra diferencia se encuentra **en el factor tiempo, es decir, el implementar no solo la medida correcta, sino en tomarla en el momento adecuado.**

Como ya hemos mencionado, en 1929 la Reserva Federal bajó su tasa de interés de referencia, pero esta medida no fue tomada a tiempo ni tuvo la magnitud necesaria para afrontar el problema que se estaba presentando.

Al momento en que se produjo el crack en la bolsa de valores la tasa se encontraba en 6%, en 4,5% a finales de octubre, y luego descendió escalonadamente hasta llegar a 2,5% en junio de 1930. El nivel más bajo que se registró fue 1,5% entre abril y octubre de 1931.

La reacción de la FED en 2007 fue muy distinta, ya que la tasa de interés se encontraba en 5,25% en octubre y para marzo de 2008 ya había descendido a 2,25%, llegando a 1% en diciembre de ese mismo año.

Por lo tanto, aunque la medida tomada en 1929 fue la misma que la aplicada en 2007, la magnitud y prontitud fue mayor en la última crisis. Esto hace una gran diferencia en el efecto que tienen, dado que en 2007 no solo se inyectó una gran liquidez al mercado, sino que los agentes percibieron la señal enviada por la autoridad monetaria de actitud proactiva ante los problemas que estaban presentándose. No ocurrió así en 1929 y los años sucesivos que caracterizaron la Gran Depresión.

### 3.2.2 Respuesta de la FED

Las **decisiones tomadas por los gobiernos en relación a las caídas de los bancos** fueron diferentes.

Por un lado, en la actual crisis se tomaron ciertas medidas heterodoxas con el fin de que no ocurrieran corridas que dejaron a los bancos sin capacidad de responder a sus obligaciones.

Estas medidas incluyeron el rescate de instituciones financieras por parte del gobierno, el asegurar los depósitos (en mayor o menor medida dependiendo del país), el ampliar la gama de activos aceptados como garantía de los préstamos otorgados por la FED y el Banco Central Europeo, entre otros.

La existencia de un **seguro de depósitos bancarios**, vigente desde 1934, así como la ya mencionada respuesta de la FED, tuvo un efecto positivo sobre las

expectativas de los agentes, evitando de este modo las corridas bancarias que sí ocurrieron en la Gran Depresión.

### 3.2.3 Incidencia de la Inflación e intercambios comerciales

Otra diferencia sustancial se encuentra en la **evolución que presentaron los precios** en cada uno de los periodos.

Mientras que en 1929 se estaba ante un contexto deflacionario explicado por las políticas monetarias adoptadas y por la misma crisis, se llegó a 2008 con una inflación en Estados Unidos del orden del 3,5%.

Dado que la inflación y la tasa de interés juegan un rol preponderante en la decisión de los agentes, es necesario analizarlos.

En un contexto deflacionario la tasa de interés real supera la tasa de interés nominal, haciendo que los agentes sean más reacios a tomar crédito y los bancos a otorgarlo, debido a que el valor real del mismo es mayor al monto inicial solicitado.

En contraposición en un contexto inflacionario, en el cual la tasa de interés real es menor a la nominal, los agentes tienen una mayor disposición a tomar préstamos.

A su vez, el ratio deuda/ingreso se ve aumentado en un contexto deflacionario, provocando que los agentes tengan mayores incentivos a no pagar sus deudas. Esto repercute sobre las finanzas de los bancos por el aumento de la morosidad y los créditos incobrables.

El comportamiento de los países en lo que respecta al **comercio internacional** fue muy diferente. Por más que en la actualidad hubo ciertos impulsos y alguna medida concreta tomada en detrimento del libre comercio, no tuvo el alcance que caracterizó el gran proteccionismo de la Gran Depresión.

Debe destacarse que el proteccionismo no fue una medida tomada únicamente con el fin de alentar la producción nacional, sino que el patrón oro jugaba un rol muy importante en lo referente al comercio internacional.

Los países que presentaban grandes déficit en cuenta corriente se veían obligados a generar deflación con el fin de mejorar sus términos de intercambio, lo cual tenía implicancias negativas para la actividad económica.

En la actualidad no es necesario generar inflación, sino que los desequilibrios se ajustan mediante depreciaciones en la moneda. Esta es una forma de ajustar los desequilibrios comerciales sin comprometer el crecimiento económico en el corto plazo. Sin embargo grandes fluctuaciones en el precio de la moneda pueden generar, entre otras cosas, efectos redistributivos no deseados en la economía doméstica.

## 4 Medidas en Estados Unidos

### 4.1 Adoptadas

Estados Unidos y el resto del mundo han implementaron diversas medidas con el fin de paliar la crisis mundial.

#### 4.1.1 Política Monetaria y Financiera

Una de las primeras medidas adoptadas por la FED fue la reducción de la tasa de interés, la que tuvo una disminución acumulada de 500 puntos básicos, pasando de 5.25% en setiembre de 2007 a 0.125% a agosto de 2009.

Sumado a ello se han utilizado otros instrumentos con el fin de brindar liquidez a las instituciones financieras solventes en el corto plazo y a los mercados financieros de créditos, cuyo objetivo es evitar que los problemas de liquidez se transformen en dificultades de solvencia por falta de recursos en el corto y mediano plazo.

Algunas de las medidas fueron: la implementación del TAF (programa de subasta de fondos a plazo) anunciada en diciembre de 2007, del TSLF (programa de préstamos de títulos a plazo) y del PDCF (programa de crédito para operadores primarios) anunciadas en marzo de 2008; y por último las líneas de canje (swap) de monedas.

Con esta última se firmaron acuerdos de intercambio de divisas en libras, francos suizos, yenes, euros con el fin de satisfacer las necesidades de liquidez de los bancos internacionales.

Si bien la reducción de la tasa así como también estas medidas, estuvieron correctamente implementadas actualmente se debe vigilar los guarismos tan pequeños de las tasas, ya que de continuar en niveles tan bajos se podría formar otra burbuja de precios en el mercado.

Uno de los mayores riesgos se encuentra en que se produzca una excesiva inflación en dólares si la oferta de divisas superara su demanda.

#### 4.1.2 Política Fiscal

El Congreso aprobó en febrero de 2008, un conjunto de desgravaciones fiscales que consistieron fundamentalmente en la devolución de impuestos

(aproximadamente se reembolsaron USD 950 por persona) y en las exoneraciones fiscales. Esta última permite deducir un 50% adicional del costo de una inversión.

En febrero del corriente año, el Congreso aprobó el ARRA, (American Recovery and Reinvestment Act) más conocido como “Bail Out”, con el que se inyectarán aproximadamente USD 800.000 millones.

El 35% del mismo será destinado a la atención sanitaria, a los desempleados, estudiantes y a los estados. Un 27% será gasto público, destinado a una mejora en la infraestructura. Mientras que el 38% restante será para varias disposiciones legales, entre las que se encuentran los créditos para las personas que ganen menos de 75.000 dólares al año.

#### **4.1.3 Política cambiaria**

La “Comisión Federal de Mercados Abiertos” (FOMC) autorizó el canje de divisas que permite que los bancos centrales extranjeros compren dólares a la Reserva Federal para que estos luego lo presten a sus instituciones financieras.

Por este motivo se implementaron acuerdos con el Banco Central Europeo y el Swiss National Bank, los que luego se extendieron a algunas economías emergentes. Los acuerdos están vigentes hasta octubre del corriente año, con posibilidad de ser renovados.

#### **4.1.4 Políticas Sectoriales**

##### **4.1.4.1 Vivienda**

Con el fin de lograr cierta estabilidad en el mercado inmobiliario, el gobierno de Estados Unidos asumió el control de Fannie Mae (Asociación Federal de Créditos Hipotecarios) y Freddie Mac (Corporación Federal de Préstamos para Vivienda).

Sumado a ello se han implementado un conjunto de medidas para ayudar a los ciudadanos, entre las cuales se destacan el programa Hope for Homeowners, para aquellos que no pueden pagar las hipotecas; el “Credit Union Homeowners Affordability Relief Program” con el que se reduce el pago de

hipotecas a las personas que pertenecen a las cooperativas de crédito, entre otras.

#### *4.1.4.2 Industria automotriz*

El rescate de la industria automotriz, quizás sea una de las medidas más heterodoxas que el gobierno de Estados Unidos implementó.

Desde finales de 2008 varias empresas del sector automotriz (General Motors, Chrysler LL, GMAC, LLC) recibieron cuantiosos préstamos por parte del gobierno para evitar la bancarrota. Sumado a ello se implementaron beneficios fiscales, medidas para aumentar la demanda de automóviles, facilidades para aumentar el crédito a los consumidores y distribuidores, entre otras.

## **5 Medidas Internacionales**

A continuación se hará una breve descripción de las medidas más importantes que ha implementado el resto del mundo y que no se han mencionado previamente.

Para restaurar el funcionamiento del mercado Interbancario se otorgaron:

1. Facilidades permanentes de liquidez en Inglaterra, México, Canadá, Australia, entre otros países
2. Garantías a los créditos interbancarios y a la emisión de papeles de las algunas instituciones de crédito en Alemania, Dinamarca, Reino Unido, España, Australia, Nueva Zelanda, Alemania, Irlanda, Suiza, Dinamarca, Corea, Holanda, Austria e Italia.

Para recuperar la solvencia de las entidades financieras se implementaron:

1. Nacionalizaciones de bancos en Gran Bretaña (Northern Rock, Bradford & Bingley)
2. Compra de activos ilíquidos en España, Australia, Italia, Suiza.
3. Adquisición de acciones en Gran Bretaña

### Para evitar masivas corridas bancarias:

1. Se amplió la cobertura de depósitos en Irlanda (de 20 a 100 mil euros); Alemania, Austria y Dinamarca (100% de los depósitos); Estados Unidos (de 100 a 250 mil dólares); Gran Bretaña (de 35 a 50 mil libras); Francia (a 70 mil euros); Grecia, España y Holanda (a 100 mil euros) e Italia (a 103 mil euros).

## **6 Recomendaciones para el ámbito internacional**

En lo respecta a los estímulos fiscales que se dan sólo una vez, tal como fue la devolución de impuestos de principios de 2008 implementada en Estados Unidos, consideramos que no son efectivos. Estos generan únicamente un pequeño aumento del consumo en el corto plazo (de hecho trabajos empíricos ya lo han demostrado).

Los agentes saben que ese aumento en el ingreso es temporal y no permanente, razón por la cual gastan este incremento, para luego volver a tener el mismo comportamiento en su consumo.

Por otro lado, se nos plantea la interrogante si es eficiente aumentar el gasto público sin tener en cuenta en qué se aplica y en qué país.

Una manera recomendable de averiguarlo sería calculando el multiplicador fiscal, ya que captura cuan eficientemente una reducción de los impuestos o un aumento del gasto incrementaría el producto.

Si bien en la práctica su cálculo no sencillo ya que debe incorporar las expectativas de los agentes de cada país o región, se pueden hallar aproximaciones del mismo.

En el caso en que las acciones del estado incidan positivamente en las expectativas de los agentes, no se produciría un “crowding out” y por tanto la medida adoptada sería la correcta.

Sumado a esto, es importante destacar que cada agente económico decide óptimamente y por tanto es más eficiente que el gobierno en la toma de decisiones. Por lo tanto, en los casos en que una reducción de impuestos sea

más aconsejable, recomendamos implementar esta reducción hasta salir de la crisis, con el fin de influir en las expectativas de los agentes y de aumentar así el consumo.

También, sería recomendable vigilar el crecimiento de la inflación ya que en el último período la tasa de interés ha estado en niveles sumamente bajos. En este contexto, si la oferta monetaria superara a la demanda, la FED debería comenzar a subir la tasa de interés. De lo contrario, podría desencadenarse la formación de nuevas burbujas.

## 7 Análisis histórico de Uruguay

### 7.1 Batllismo

El Batllismo representó un punto de inflexión en la historia de la economía uruguaya. Si bien desde el punto de vista de la estructura macroeconómica no se generaron grandes cambios, sí desde la perspectiva política y social.

De hecho, sus logros pueden ser considerados como una respuesta a dos procesos que se estaban gestando desde el siglo XIX: la inestabilidad social del sector ganadero y el rápido crecimiento de la economía urbana

Las presidencias de José Batlle y Ordoñez ocurridas entre 1903 a 1907 y 1911 a 1915, se enmarcaron en un modelo de crecimiento hacia afuera. El mismo se denominaba agroexportador ya que se sustentaba principalmente en la exportación de carne, cuero, tasajo y lana. En particular entre 1902 y 1912 el crecimiento fue de aproximadamente 3.3%,

Sin embargo, con el comienzo de la Primera Guerra Mundial, el volumen de las exportaciones de Uruguay disminuyó considerablemente como consecuencia de la caída en la demanda internacional.

No obstante, los precios de alimentos y materias primas aumentaron, lo que generó dos situaciones contrarias dentro del país.

La primera situación refiere al aumento de la riqueza del sector ganadero, sustentada en el incremento en valor de sus exportaciones.

La segunda, es el deterioro de la economía en el sector urbano, debido a que la Guerra trajo aparejada una disminución en la entrada de divisas y en la producción, lo cual generó un mayor nivel de desempleo y deterioro del salario real.

Por su parte, el Estado tenía la capacidad de accionar limitada debido al descenso en la recaudación de impuestos vía aranceles. Es por ello que se planteó el realizar una reforma fiscal para cambiar la composición de su fuente de ingresos, y basarla ya no en los aranceles sino en los impuestos a la

propiedad inmobiliaria rural y urbana. Pero no tuvieron éxito, debido a la resistencia ejercida por el sector ganadero.

En lo que respecta a la reforma social, se formalizaron un conjunto de medidas para mejorar las condiciones de vida y de trabajo. En particular, se aprobó la ley de 8 horas, el descanso diario, la cobertura pública de servicios básicos, entre otros.

En su segundo período de gobierno se materializaron numerosas estatizaciones y nacionalizaciones en el ámbito de los seguros y crédito, en la generación de energía eléctrica, telégrafo y en el ámbito portuario.

En el periodo comprendido entre 1922 y 1930 se volvió a retomar la senda de crecimiento económico (6.6% anual ).

Sin embargo debe destacarse que a pesar del espectacular crecimiento, se produjo un descenso en el precio de las materias primas, alimentos y en el gasto de la industria bélica, lo que en los primeros años de pos guerra, llevó a una contracción económica mundial a la que no fue ajena Uruguay.

Un ejemplo de ello son las numerosas quiebras de productores, quienes en la época de auge económico se habían endeudado para comprar tierras o aumentar las arrendadas, pero la baja en los precios no les permitió honrar su deuda.

En conclusión “el período de 1900-1930 podría subdividirse en rápido crecimiento hasta 1912, crisis y estancamiento hasta 1923, y recuperación hasta 1930” .

## **7.2 Comienzos de la década del 30.**

Las Reformas rural y fiscal que Batlle quiso implementar en su segundo período de gobierno generaron rupturas en el seno del Partido Colorado.

Estas no fueron subsanadas con el paso de tiempo, fundamentalmente por el descontento de los propietarios rurales. Quienes nunca volvieron a experimentar condiciones de precios tan beneficiosas, a pesar del incremento que tuvieron en la década del 20. Muestra de su descontento es la creación de la Federación Rural.

Por su parte el sector industrial se consolidó a mediados de 1930, siendo Uruguay uno de los tres países más industrializados de América Latina.

Pero con la crisis de 1929 se redujo fuertemente la producción industrial durante tres años, por el descenso en las exportaciones.

Así en 1930 Uruguay se encuentra ante un escenario de bajos precios de sus exportaciones, un déficit en el saldo de la cuenta corriente y un aumento de la deuda externa. Con la crisis de 1929 esta situación se agudiza.

En este contexto es que se produce el Golpe de Estado de Terra (1933), el que marca un quiebre en la ideología batllista.

Su enfoque ahora se basa en beneficiar a los propietarios rurales, aplicando medidas tales como la suspensión de pagos de hipotecas, y dejando a un lado las reformas laborales.

En consonancia con lo que estaba ocurriendo a nivel mundial, a mediados de la década del 30, Uruguay pasa a tener un esquema de autoabastecimiento, caracterizado por la implementación del Modelo Sustitutivo de Importaciones. Este termina de consolidarse luego de la Segunda Guerra Mundial.

Con esto se marca el comienzo de un periodo de “crecimiento hacia adentro”, en el cual se fomenta la creación de industrias nacionales sin que estas tuvieran una ventaja comparativa, por lo cual al momento de retomar la apertura comercial estarán destinadas al fracaso.

La industrialización se basó en el control de comercio exterior, el sistema de cambios diferenciales que permitió el régimen de subsidios y las barreras proteccionistas.

## 8 Medidas tomadas en Uruguay

### 8.1 Crisis cambiaria

A comienzos del siglo XX Uruguay operaba en un esquema de patrón oro, pero en 1914 declara la inconvertibilidad de los billetes del BROU, marcando así la salida definitiva de este sistema cambiario. A pesar de ello, mantuvo una paridad sucia sin grandes oscilaciones, hasta 1929.

En 1930 el peso se depreció un 15%, y en 1931 otro 60%. Si bien con la crisis mundial se acentuó y se prolongó su impacto, la causa no se fundamenta en ella. Una posible explicación radica en el aumento de los créditos del BROU hacia el sector privado.

Para contrarrestar la gran inestabilidad que había en el mercado cambiario se creó la "Comisión de estudio sobre la desvalorización de la moneda", cuyo fin era asesorar al gobierno en la adopción de medidas para estabilizar el peso.

La misma concluye que la mejor alternativa era adoptar (en octubre de 1931) una política de control de cambios.

Con esta medida se regulaba la oferta y demanda de divisas para lograr estabilidad en la balanza de pagos. Por lo tanto, el precio de la moneda ya no era determinado en el mercado.

En un principio solo existían dos tipos de cambio, uno exportador y otro importador, pero luego el esquema fue complejizándose hasta llegar a los tipos de cambios múltiples

Desde el punto de vista económico esto es muy ineficiente por diversos motivos. Por un lado un mismo bien adopta más de un precio. Por otro, el tipo de cambio vigente para una determinada industria hace que la misma sea rentable o no, independientemente de las ventajas comparativas.

Sumado a ello puede generar corrupción o declaraciones falsas con respecto a la mercadería que se exporta o importa, para obtener un tipo de cambio más beneficioso.

## 8.2 Devaluación del peso

En 1935 el gobierno de Terra necesitaba aumentar el gasto público a fin de continuar con las medidas para salir de la crisis, pero se veía sumamente restringido debido a la existencia de los tipos de cambio múltiples.

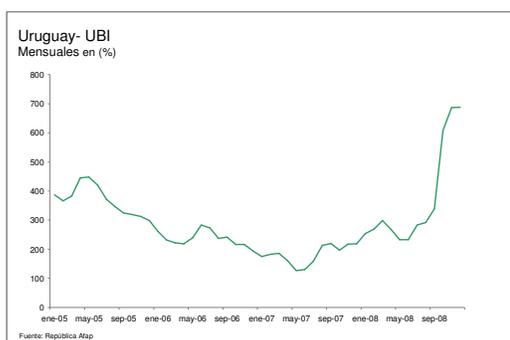
Por esto fue que en ese año se aprobó una ley que permitía devaluar el peso, logrando de esta manera aumentar los ingresos del BROU y por lo tanto el financiar al gobierno del gobierno.

## 9 La crisis actual y sus repercusiones en Uruguay

En los últimos años Uruguay no estuvo ajeno a la bonanza económica por la cual atravesó el mundo. Se vio beneficiado sobre todo por el boom que tuvieron los precios de los commodities, dado que la actividad agropecuaria es la de mayor contribución al PIB.

El PIB creció 8.9% en 2008, y 7,6% en 2007, el saldo de la cuenta corriente mejoró sustantivamente, mostrando guarismos positivos en 2004 y 2005, mientras que la balanza comercial lo hizo entre 2002 y 2005. En cuanto a las cuentas fiscales, cerraron 2008 con un saldo negativo.

Es necesario mencionar que este gran crecimiento experimentado por Uruguay generó presiones sobre la inflación, por lo cual la política monetaria debió tener en cuenta este aspecto cuando la economía comenzó a desacelerarse.



Los efectos de la crisis internacional se manifestaron básicamente en dos sectores, los cuales tuvieron un efecto negativo sobre el crecimiento económico de este último periodo.

Uno fue el efecto sobre la cuenta comercial, la cual mostró un deterioro debido a la disminución de los precios de los commodities y de la demanda agregada mundial.

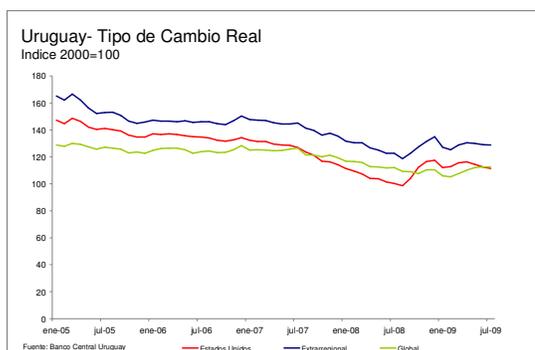
Los datos trimestrales arrojan que salvo en el 1º trimestre de 2008, el resto del año mostró saldos negativos de la balanza comercial y la cuenta corriente

Otro factor de gran importancia fue que la crisis en el sector financiero aumentó la aversión al riesgo de los agentes, por lo que éstos se desprendieron de todos los activos riesgosos, entre los cuales se encontraban los bonos de países emergentes, por lo cual su costo del financiamiento aumentó sustancialmente.

Muestra de ello es el espectacular aumento del riesgo país (UBI) experimentado en el segundo semestre de 2008, el que pasó de 233 en junio a 688 en diciembre. Esto significó un aumento de casi 200%, debido sobre todo al denominado “flight to quality”.

En 2009 la recesión mundial se hizo sentir, ya que tanto en el primero como segundo trimestre de 2009 el producto presentó una marcada desaceleración, creciendo a tasas de 2.9% y 0.2% respectivamente, siendo la actividad primaria el sector más castigado.

Las herramientas de política utilizadas fueron principalmente la monetaria y la fiscal.



En 2009 el Banco Central del Uruguay decidió aplicar sucesivas bajas a la tasa de interés de referencia, la cual se ubicaba en 10% en enero, en 9% en marzo y finalmente en 8% desde junio.

Esta reacción de la autoridad monetaria, la cual parecería muy tímida dadas las condiciones económicas mundiales, es entendible debido al riesgo inflacionario que aún existe en el país.

Desde el punto de vista comercial, se postergó la baja en la tasa consular, la cual se ubica en 2% y debía bajar a 1% en junio de 2009. A su vez el BROU

creó un fondo de garantía para la exportación a países que tienen riesgo de cobro, el cual asciende a USD 20 millones.

Cabe destacar que en el momento en que la crisis estaba atravesando por su peor momento (mediados de 2008) el peso uruguayo sufrió una depreciación con respecto al dólar. En particular el tipo de cambio interbancario \$/USD pasó de \$/USD 19.2 en agosto de 2008 a \$/USD 24.4 en diciembre de ese mismo año. Paralelamente el tipo de cambio real efectivo con respecto a estados unidos así como el extrarregional también presentaron la misma tendencia.

En el plano financiero el gobierno implementó una recompra de bonos tanto locales como globales así como un canje para aumentar los plazos de la deuda. Estas operaciones totalizaron un monto de USD 1.155 millones. Con esto se pretendió inyectar liquidez en la economía y evitar los vencimientos de deuda en el corto plazo.

Hay también una gran expansión del gasto público, lo cual se aprecia en el gran deterioro del resultado primario que sigue siendo positivo pero sus saldo disminuyó 53% con respecto a 2007.

En el corriente año se obtuvieron préstamos de organismos internacionales por un monto total de USD 700 millones, de los cuales USD 400 millones provinieron del Banco Mundial a ser aplicados en los avances de la reforma del estado, y USD 300 millones del Banco Interamericano de Desarrollo.

## 10 Recomendaciones

En Uruguay el gasto público ha mostrado un comportamiento procíclico. Esto genera grandes problemas en los momentos de crisis, dado que para poder sostener el nivel de actividad se debe aumentar la deuda o bien recortar el gasto, que generalmente son en infraestructura, lo cual condiciona el crecimiento en periodos sucesivos.

Esto ocurre porque gran parte de los egresos son un gasto fijo, mientras que los ingresos tienen un gran componente variable.

Por tal motivo creemos que es fundamental la implementación de una **Ley de Responsabilidad Fiscal**. Esta consiste en establecer una meta en el resultado fiscal teniendo en cuenta un conjunto de supuestos previamente evaluados por el parlamento. De este modo, se incrementaría el gasto público en función del crecimiento potencial y no actual.

De llevarse a cabo, es de destacar que pueden ocurrir tres escenarios. Si el PIB creciera alineado con el crecimiento tendencial (ubicado entre 2.6% y 3.0% en Uruguay) se obtendría el resultado fiscal establecido como meta. Esto significa que no será necesario trasladar a las generaciones futuras los desequilibrios de la actualidad.

En el caso en que la tasa de crecimiento fuera superior a la tasa tendencial del PIB, se podría ahorrar el monto correspondiente al ingreso extraordinario, mediante una reducción de la deuda pública o una mayor acumulación de las reservas.

Por el contrario, si la tasa de crecimiento fuera inferior a la tendencial, habría déficit fiscal. El que se solventaría con los recursos que se ahorraron en la fase expansiva del ciclo.

Si bien sabemos que en el mediano plazo es muy ambicioso, recomendamos que su implementación sea progresiva con el fin de que la relación deuda Pública/PIB descienda paulatinamente.

Esta regla fiscal además, permitiría asegurar la estabilidad de las cuentas públicas independientemente del gobierno que se encuentre en el poder.

Por otro lado, si se mantuviera una libre flotación del tipo de cambio la política monetaria sería independiente del manejo de la Tesorería.

Se podría tener una política monetaria activa cuyo objetivo principal sería preservar el valor de la moneda local, para lo cual se establecerían metas y objetivos que la Autoridad Monetaria debería cumplir en el caso de la primera y su éxito se mediría por la obtención de los segundos.

En el plano comercial creemos conveniente **avanzar en acuerdos comerciales** extra regionales, ya sea mediante el bloque MERCOSUR o por medio de acuerdos bilaterales (en la medida que la regulación del bloque comercial lo permita). Esto daría una mayor cobertura en caso de que los mercados tradicionales se encontraran en una situación de desaceleración económica.

## 11 Bibliografía

Paul R. Krugman y Maurice Obstfeld, Economía Internacional Teoría Política,(Quinta Edición 2001), Pearson Education.

Ben S. Bernanke, Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression,(1983), The American Economic Review Vol 73.

Temin Peter, Transmission of The Great Depression, (1993), The Journal of Economic Perspectives, Vol 7.

Niveau. M, Historia de los Hechos Económicos Contemporáneos, (1981) , Barcelona ,Ariel.

Aldcroft, D H. De Versalles a Wall Street 1919-1929, (1997), Barcelona, Crítica.

Bertino Magdalena, Bertoni Reto, Tajam Héctor, Yaffé Jaime. La economía del Primer Batllismo y los años veinte, Historia Económica del Uruguay, tomo III, (2005), Fin de Siglo.

Díaz Ramón, Historia económica de Uruguay, (2003), Taurus.

Friedman Milton, Schwatz J.Anna. A monetary History of the United States, 1867-1960. (1963), The Economic Journal.

Calvo Guillermo, Easy to Explain Hard to Prognosticate, (2009), Columbia University.

Taylor, John. The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong, (2008), Working Paper

Temin, P. The Great Depression. (1994), NBER Historical Paper N° 62

La Reacción de los Gobiernos de las Américas Frente a la Crisis Internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 31 de marzo de 2009. CEPAL.

Ashworth William, Breve Historia de la economía internacional 1850-1950, (1958 – México 12), D. F. Fondo de Cultura Económica,

Nahum Benjamín, Manual de Historia del Uruguay 1903-1990, (1995) Ediciones de la Banda Oriental

Crisis-related Measures in the Financial System and Sovereign Balance Sheet Risk. (2009), FMI

Taylor, J. Here we go again. (2009).

Reporte sobre Sistema Financiero. (2009) Banco de México

Much ado about multipliers. (2009), The Economist

Sitios Web.

World Economic Outlook ([www.imf.org](http://www.imf.org))

Banco Central de Uruguay ([www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy))

Ministerio de Economía y Finanzas ([www.mef.gub.uy](http://www.mef.gub.uy))

Bureau of Economic Analysis ([www.bea.gov](http://www.bea.gov))

St Louis Federal Reserve (<http://stlouisfed.org/>)