

**Comparación entre las crisis de 1929 y 2008:
caracterización, medidas internacionales y medidas
uruguayas, consecuencias.**

Premio Academia Nacional de Economía

Montevideo, 2009

Antecedentes de la crisis de 1929

Luego de finalizada la Primera Guerra Mundial, Estados Unidos se consolida como la principal potencia económica mundial mientras que los países europeos, sobre todo Gran Bretaña, pierden su rol protagónico en el contexto internacional. En este marco la economía norteamericana, si bien sufrió una breve recesión entre los años 1920 y 1921, comenzó una década de fuerte crecimiento económico basada en un importante aumento del consumo interno y de la industria de la construcción. Como reflejo de esto, observamos que el PIB per cápita estadounidense aumentó un 2,19%¹ interanual entre los años 1920 y 1929.

Por su parte para Europa la década del '20 significó un período de reconstrucción luego de la guerra, signada principalmente por la gran deuda que varios países europeos contrajeron para hacer frente a los gastos bélicos. Gran Bretaña comenzó, a partir de 1921, un lento proceso de expansión de su economía. Dicha recuperación sufrió un serio revés en el año 1926 luego de que el gobierno de Winston Churchill decidiera reinstaurar el patrón oro en su economía, fijando el tipo de cambio de la libra al mismo nivel de la pre-guerra. Esta convertibilidad significaba una gran sobrevaloración de la libra, en un contexto en el que la economía inglesa ya no poseía la fortaleza de los años previos al conflicto. La consecuencia inmediata de esta medida fue el encarecimiento de la producción inglesa con respecto al resto del mundo y la consecuente caída de las exportaciones británicas.

A su vez Alemania, considerado el gran responsable de la Primera Guerra Mundial, fue obligado a realizar onerosos pagos a los países Aliados como lo estipulaba el Tratado de Versalles. Las sumas obligadas a pagar superaban de tal forma la capacidad de pago de la economía alemana que en el año posterior

¹ Elaboración propia en base a datos de Angus Maddison 2003

a la finalización de la guerra el PIB per cápita alemán cayó un 13%². Durante la década de 1920 Alemania, al no poder hacer frente a las reparaciones establecidas, debió recurrir a imprimir moneda, generando uno de los procesos hiperinflacionarios más drásticos de la historia. En el año más crítico de este período el PIB per cápita alemán llegó a caer un 17% (1923). A pesar de estos años críticos, la tendencia muestra una cierta recuperación de la economía alemana en estos años.

Mientras tanto Francia fue tal vez el país con mejor desempeño económico de la región. Se caracterizó por un bajo nivel de desempleo, un presupuesto del Gobierno equilibrado y buenos niveles de producción industrial, basados principalmente en la industria del acero. Todo esto, sumado a la confianza que tenía la gente en la moneda local, llevó a que la economía francesa tuviera un crecimiento de su PIB per cápita del 3,85%³ interanual entre 1920 y 1929.

Inicio de la Gran Depresión

La crisis de 1929 tiene como punto de partida el jueves 24 de octubre de ese año, cuando la bolsa de valores de Wall Street sufre una caída del índice Dow Jones del 9%, a raíz de que una importante proporción del mercado intentó deshacerse de sus posiciones. Este desplome pudo haber sido aún mayor de no haber sido por la intervención en el mercado de los principales bancos, que inyectaron cerca de 20 millones de dólares en un intento de frenar el derrumbe en el valor de los activos. La semana culminó con una jornada de leve recuperación en el mercado. Sin embargo, el lunes siguiente el mercado sufrió nuevamente una caída del 13% debido a que el pánico de los inversores los llevó a intentar desprenderse de sus activos. El martes 29 la tendencia bajista se agudizó. Varios banqueros y productores industriales intentaron repetir la

² Elaboración propia en base a datos de Angus Maddison 2003

³ Elaboración propia en base a datos de Angus Maddison 2003

estrategia de intervención, utilizada el jueves 24, sin éxito. En ese sólo día se intercambiaron un total de 16 millones de acciones, récord que no se superaría en los 40 años siguientes. Al final de la jornada el Índice Dow Jones culminó con una caída del 12% de su valor.

Desarrollo de la crisis de 1929

Si bien se considera al año 1929 como el comienzo de una de las crisis más importantes que sufriera el mundo occidental, debemos destacar que en ese año la economía norteamericana tuvo un crecimiento del PIB per cápita del 5%⁴, siguiendo la tendencia de los demás países industrializados. Fue durante 1930 cuando se comenzaron a vislumbrar los primeros coletazos del crash de octubre del '29.

Sin lugar a dudas, la característica más destacable del período será el alto y sostenido nivel de desempleo que sufrirán las principales potencias económicas.

<u>Tasa de Desempleo Industrial</u>	
País	Tasa de Desempleo industrial (1933)
Estados Unidos	37,6
Gran Bretaña	19,9
Francia	14,1
Alemania	36,2

Fuente: <http://www.english.illinois.edu>

Estados Unidos probablemente fue el país más afectado, registrando niveles superiores al 20% de desempleo durante el cuatrienio 1932-1935. Es necesario resaltar el enorme impacto social que dichos guarismos tuvieron sobre la población afectada. Los altos y sostenidos niveles de desocupación acarrearón otra consecuencia; por primera vez los responsables de la política

⁴ Elaboración propia en base a datos de Angus Maddison 2003

económica de los distintos países industrializados apreciaron la incapacidad del sistema para recuperarse por si mismo ante tal shock negativo. Surgen en este momento las primeras voces promoviendo cambios estructurales en el sistema para evitar el colapso del mismo. Uno de sus principales exponentes fue John M. Keynes.

La consecuencia inmediata fue una crisis que se expandió hacia todo el sistema financiero. Aunque el sistema bancario norteamericano, acostumbrado a una regulación más bien escasa, era golpeado de forma regular por corridas bancarias nada hacía esperar la sucesión de quiebras que se vivirían a partir de mediados de 1930. Según datos de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED), durante el período 1930-1933, un promedio de 2300 bancos por año suspendieron sus actividades.

Otra consecuencia directa de la crisis fue la disminución del gasto en consumo. Según C.Romer⁵ esta baja puede deberse a las expectativas negativas por parte de los individuos luego del crash del mercado de valores. Afirma que tanto los consumidores como los inversores, al enfrentarse a una situación de incertidumbre, son propensos a disminuir su gasto en bienes durables. Esta caída se vio exacerbada, según B.Eichengreen⁶, en un cambio en los patrones de consumo. Eichengreen plantea que en las décadas anteriores se había producido un aumento relativo del consumo de bienes durables, los cuales presentaban una mayor sensibilidad a los cambios en el ciclo económico. De esta forma este nuevo escenario traería como resultado una disminución más marcada en el consumo ante shocks negativos en el nivel de actividad.

Estos efectos sobre el consumo y la inversión, sumados a la creciente ola proteccionista imperante en la época, llevaron a una disminución del 65%⁷ del comercio internacional entre 1929 y 1932. Tal vez uno de los elementos más

⁵ Romer, C. 1988.

⁶ Eichengreen, B. 1992.

⁷ Cole, H., Ohanian, L. (1999).

destacables de éstas medidas proteccionistas fueron las conocidas “Políticas de empobrecimiento del vecino”. En buena medida se ingresó en un período donde los países desecharon toda la estructura comercial y monetaria que había permitido la expansión del comercio mundial desde mediados del Siglo XIX. Abandonado el patrón oro, las naciones incurrieron en fuertes devaluaciones unilaterales de sus monedas buscando que la producción local fuera más competitiva. Estas medidas, sumadas a las trabas comerciales a la importación llevadas a cabo por los países, terminaron destruyendo el flujo internacional de comercio. Sería necesaria la instauración de un nuevo orden económico, a través de los acuerdos de Bretton Woods, para que el comercio internacional recuperara los niveles anteriores a 1930.

Causas de la Gran Depresión

Debido a la gran trascendencia de esta crisis para el mundo occidental, a lo largo de la historia han surgido diferentes teorías que han intentado explicar por qué la gran depresión, que se inició en el año 1929, alcanzó tal magnitud. En este apartado intentaremos exponer aquellas teorías que consideramos más relevantes para explicar el tema.

El patrón oro

Muchos autores sostienen que una de las grandes causas de la profundización, y especialmente de la propagación, de esta crisis fue el régimen de patrón oro imperante en la época. Luego de finalizada la Primera Guerra Mundial las principales potencias económicas habían decidido readoptar este sistema cambiario. La añoranza de la estabilidad financiera que caracterizó a los años previos a la guerra, que permitieron el desarrollo de los negocios y del comercio internacional, eran los principales argumentos esgrimidos por las naciones para retomar este sistema.

Para entender la importancia que tuvo el régimen de patrón oro debemos situarnos en los problemas que aquejaban a Francia a finales de la década del '20. En esos años el país galo era afectado por una alta inflación, consecuencia de un excesivo y persistente déficit fiscal. En 1926 asume Raymond Poincaré como Primer Ministro francés e inmediatamente se embarca en una severa política de equilibrio fiscal. La estabilización de las cuentas públicas puso fin a la necesidad de emisión como fuente de financiamiento, y por lo tanto las expectativas futuras con respecto a la inflación se redujeron. Esto sumado a las políticas de liberalización del mercado de capitales, generaron un clima favorable para el aumento en la demanda de francos. Según Eichengreen, una política que tenga éxito en reducir la inflación esperada promoverá un aumento inmediato en la demanda real de dinero⁸. Por lo tanto no debe sorprender que uno de los efectos más importantes de las políticas llevadas adelante por Poincaré fuera un aumento significativo a nivel mundial de la demanda de francos. Dado que Francia había retornado al patrón oro en 1922, este exceso de demanda de su moneda se tradujo en un masivo ingreso de oro desde el resto del mundo, aumentando las reservas de oro del Banco de Francia en un 76%⁹ entre diciembre de 1926 y diciembre de 1928.

Por su parte en Estados Unidos, la Reserva Federal decidió subir la tasa de interés con el objetivo fundamental de frenar la salida de oro hacia Francia. Por esta razón, en 1932, Francia y Estados Unidos acaparaban más del 70% de las reservas mundiales de oro. Como respuesta a esto, los demás países que pretendían mantener el valor de sus monedas debieron recurrir a la venta de activos nacionales, lo cual derivó en una enorme contracción monetaria.

Una de las falencias más grandes del patrón oro, que dejó en evidencia la crisis, fue su incapacidad de poder llevar adelante una política monetaria activa. Dadas las características del sistema, que mantenía fijo el valor de las monedas

⁸ Hamilton, J. (1987).

⁹ Hamilton, J. (1987).

con respecto al precio del oro, los países se veían imposibilitados de expandir su oferta monetaria, ya que cualquier intento de llevarlo a cabo alteraría el tipo de cambio. Esta incapacidad privó al sistema bancario de recibir, en los momentos de crisis, la liquidez necesaria para continuar con su operativa y exacerbó la caída de instituciones financieras.

Un elemento que apoya la validez de esta hipótesis fue demostrado por Bernanke y Carey¹⁰, quienes realizan un estudio comparativo entre la producción y el nivel de precios entre los países que abandonaron el patrón oro tempranamente, como Gran Bretaña, y países que lo sostuvieron durante mayor tiempo. Los primeros, al verse liberados de la restricción que imponía el tipo de cambio fijo, pudieron llevar adelante una política monetaria tendiente a reactivar la producción y evitar la deflación.

La hipótesis monetarista

Milton Friedman y Anna Schwartz¹¹, dos de los principales exponentes de la escuela monetarista, plantean que el principal responsable de la profundización de la crisis fueron las malas políticas llevadas a cabo por la Reserva Federal de los Estados Unidos. Como fue mencionado anteriormente a comienzos de 1928 la FED, preocupada por la creciente salida de oro hacia Francia, se embarcó en una política de aumento de la tasa de interés tendiente a desestimular dicho comportamiento. A partir de enero de 1928 la autoridad monetaria inicia una política altamente contractiva. Entre diciembre de 1927 y julio de 1928 la FED vendió bonos por un total de 393 millones de dólares¹². A su vez la tasa de descuento desde un 3,5% a 5%, llegando a su mayor registro desde la contracción monetaria de 1921. En palabras de J.Hamilton, “sería difícil diseñar una política más contractiva que la que se inició en 1928; la FED

¹⁰ Bernanke, B., Carey, K. 1996.

¹¹ Friedman, M. Schwartz, A. 1971.

¹² Hamilton. J. 1987

virtualmente se quedó sin securities para vender”¹³. En la siguiente tabla podemos apreciar la contribución que tuvo la política monetaria en los cambios de la base monetaria de los Estados Unidos en este período.

Contribución de la política monetaria en la base monetaria norteamericana

(Datos en millones de dólares corrientes)

Política	Medida	Nivel en Dic '27	Nivel en Jul '28	Variación
Deflación francesa	Stock de oro	4416	4113	-303
Ventas de mercado abierto	Bonos de la FED	606	213	-393
Aumento de la tasa de interés en las aceptaciones	Notas en poder de la FED	378	185	-193
Total				-889

Fuente: Hamilton.J. “Monetary factors in the Great Depression”

Durante 1929 el flujo de oro se había revertido, pese a lo cuál las tasas de la FED se mantuvieron altas. El consenso general es que durante este año la preocupación de la FED había virado hacia la burbuja especulativa generada en el mercado de valores. Sin embargo estas medidas no tuvieron el efecto deseado, ya que octubre de ese año culminó con el colapso de Wall Street.

Evolución de los agregados monetarios

Año	Base Monetaria	M1
1928	-1,2%	-0,1%
1929	-0,7%	1,6%
1930	-2,8%	-3,5%
1931	5,5%	-5,7%
1932	6,4%	-15,5%
1933	2,0%	-6,1%

Fuente: Hamilton.J. “Monetary factors in the Great Depression”

¹³ Hamilton. J. 1987

Como podemos apreciar en la tabla anterior en el período 1928-1930 la FED aplicó una política claramente contractiva. Por otra parte, vemos que a partir de 1931, las acciones llevadas a cabo por la Reserva Federal no fueron lo suficientemente expansivas para inyectar al sistema financiero la liquidez necesaria para hacer frente a las corridas bancarias. Dicha situación condujo a una monumental caída de la oferta monetaria, la cual se redujo, en el trienio 1931-1933, en un 30%¹⁴. Estas cifras nos permiten explicar, por un lado, la ineficacia de la FED frente a una crisis de tal magnitud, y por otra parte, los efectos recesivos sobre el nivel de actividad de la economía.

Finalmente podemos concluir que si bien la FED no fue directo responsable del crash de 1929, tuvo directa incidencia en el agravamiento y transmisión de la crisis hacia otros sectores de la economía.

La hipótesis keynesiana

Como mencionamos anteriormente, para algunos pensadores económicos de la época el grado de severidad de la Gran Depresión solo afirmaba que el actual sistema parecía ser incapaz de recuperar, por sí sólo, la senda del crecimiento. La teoría neoclásica, el mainstream imperante, afirmaba que ante una caída en la actividad, la economía se ajustaría por sí misma, vía una reducción general en el nivel de precios. Sin embargo a medida que los hechos se desarrollaban, si bien la deflación ocurrió, los países en general no lograban reactivar sus economías y el alto desempleo se mantenía.

En este contexto Keynes publica en 1936 su “Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero”, donde expone su visión sobre las falencias del análisis económico imperante, así como el planteamiento de un nuevo enfoque que daría lugar al nacimiento de una nueva rama en la ciencia económica; la macroeconomía.

¹⁴ Elaboración propia en base a datos de Hamilton, J. 1987.

De su obra podemos inferir que Keynes detectaba tres grandes conceptos que suponía que el paradigma neoclásico había dejado de lado, y que explicaban la incapacidad del herramental teórico para poder realizar un correcto análisis de la situación. La ciencia económica había centrado su esfuerzo en el estudio de las variables microeconómicas, había llegado el momento de centrar la mirada hacia los grandes agregados macro. Los problemas que aquejaban a las naciones eran el desempleo y el crecimiento, por lo tanto se había vuelto imprescindible estudiar como se comportaban estas variables. A su vez Keynes enfatizó la necesidad de tener presente los factores psicológicos como determinantes a nivel agregado. Se volvía imprescindible que los economistas dieran importancia a la incertidumbre y a las expectativas si se quería lograr un correcto análisis. Por último, el pensamiento keynesiano introdujo la necesidad de estudiar y darle importancia al corto plazo. Hasta la publicación de la “Teoría General”, lo importante era el largo plazo y el estudio de los equilibrios. Keynes argumentaba que si se deseaba conocer las razones por las que las economías fluctuaban había que centrarse en el corto plazo, donde ciertos supuestos de la teoría neoclásica, como la perfecta movilidad de los precios, no se cumplían.

Keynes centró su análisis en lo que consideraba el elemento fundamental para explicar la crisis: la demanda. El economista británico afirmaba que la razón porque las economías no se recuperaban era por una depresión de la demanda de bienes y servicios totales en la economía. Por lo tanto, si se quería recuperar la senda del crecimiento sería necesario reactivar la demanda.

El autor de la “Teoría General” argumentaba que la situación excepcional que vivían las economías hacía dudar de la capacidad de la tasa de interés de influir sobre la inversión, y por lo tanto se ponía en tela de juicio la efectividad de la política monetaria como dinamizador de la demanda agregada. Hasta ese momento la teoría convencional sostenía que una disminución de la tasa de interés, al reducir los costos de pedir dinero prestado, incentivaba la inversión lo

que significaba un aumento del total de bienes y servicios demandados. Keynes, por su parte, declaraba que en el caso de que la tasa de interés fuera lo suficientemente baja, las expectativas de los agentes serían únicamente de una suba futura de la misma. Ante una situación como esta, los inversores desearían mantener la mayor cantidad de saldos monetarios posibles, ya que la subsecuente subida de las tasas traería aparejado una reducción en el precio de los bonos y por lo tanto, una posibilidad de realizar un buen negocio. De esta forma, si la autoridad monetaria inyectaba dinero en plaza, los agentes retendrían los saldos extra y no se desprenderían de los mismos, ya que les interesaría mantener la mayor cantidad de fondos líquidos posibles para comprar bonos. A esta teorización Keynes la llamó la “trampa de la liquidez”, y argumentaba que era la razón por la cual la política monetaria era ineficaz como instrumento para incentivar la demanda.

Por otra parte, Keynes afirmaba que los precios y los salarios eran rígidos lo cual traía aparejado nefastas consecuencias para el empleo. Los economistas tradicionales argumentaban que el alto desempleo era una situación transitoria que se solucionaría cuando el exceso de mano de obra empujara a la baja los salarios. Pero Keynes rechazaba esta concepción al suponer que diversas instituciones, como los sindicatos, actuaban como freno a la libre fluctuación de las remuneraciones. Esta situación significaba que ante una deflación generalizada como las que vivían las economías de la época, los salarios reales de los trabajadores aumentaban, lo que se traducía en mayores costos para la empresa y, por lo tanto, en menor contratación de personal. De esta forma el alto desempleo se volvía crónico, y la economía era incapaz de retornar a una situación de pleno empleo.

Medidas para enfrentar la crisis de 1929

En el momento más crítico de la crisis Estados Unidos era gobernado por el partido republicano. El presidente Hoover, que había asumido en marzo de 1929, adhería a la tendencia liberal imperante en la época. Creía que la mejor política a aplicar para salir de la depresión era simplemente dejar que la economía se ajustara por si misma. Sin embargo los hechos demostraron que Hoover no estaba en lo correcto; parecía necesario un cambio radical en la conducción económica. Es así que a finales de 1932 Franklin Roosevelt, del partido demócrata, gana la presidencia gracias a un discurso antagónico a la política de Hoover.

El gobierno de Roosevelt será el triunfo y la puesta en práctica del pensamiento keynesiano, a través de lo que se conoce como el New Deal. Como mencionamos anteriormente, Keynes desconfiaba de la utilidad de la política monetaria como instrumento dinamizador de la economía, y por lo tanto planteaba que la única forma de retornar a la senda de crecimiento era mediante la política fiscal. El economista británico argumentaba que ante la gravedad de la crisis el sector privado era incapaz, por si solo, de reactivar la economía. Había llegado el momento de que el Estado asumiera un papel preponderante en la vida económica del país.

A pocos días de haber asumido la presidencia en 1933, Roosevelt se propuso llevar adelante una serie de medidas tendientes a solucionar los problemas más apremiantes que vivía el país. Sin lugar a dudas el mayor inconveniente que debió enfrentar la nueva administración fue el de devolver la confianza al sistema financiero. Para ello se aprobó rápidamente la Ley de Auxilio Bancario de Emergencia, luego de decretar un feriado bancario de cuatro días. Esta ley ayudó a restaurar la confianza de los depositantes en el sistema, que paulatinamente empezó a observar un aumento de los depósitos. En junio de ese año, se afianzó aun más la confianza en el sistema bancario mediante la

creación del Seguro de Depósitos Bancarios (FDIC) de hasta 5 mil dólares. A su vez, como forma de regular la actividad bursátil, se crea la Securities and Exchange Commission (SEC) en junio de 1934, intentando generar estabilidad en el mercado de acciones y bonos. Todas estas medidas, a la vez que buscaban fortalecer y revitalizar el sistema financiero, apuntaban a que el Estado tuviera una mayor injerencia en dicho mercado. Esta nueva reglamentación significaba un cambio sustancial, dado que introducía regulaciones a un mercado tradicionalmente carente de ella.

A su vez, en el marco de las políticas de “empobrecimiento del vecino”, Roosevelt utilizó sucesivamente la devaluación de la moneda frente al oro como forma de fomentar la competitividad y aliviar el endeudamiento de ciertos sectores como el agrícola. Finalmente, en abril de 1933 el Gobierno abandonó el sistema de patrón oro, terminando con las restricciones que este modelo implicaba para la recuperación económica.

El año 1933 se caracterizó por la puesta en práctica de una batería de medidas tendientes a aliviar el problema del empleo en los Estados Unidos. El Estado invirtió enormes sumas de recursos públicos tanto en la creación de empleo para los más de 13 millones de desempleados, como así también para la generación de obras públicas tendientes a aumentar la inversión en infraestructura.

Uno de los sectores más afectados por la caída de la demanda fue el agrícola, donde la disminución en los precios de venta de sus productos estaba conduciendo a la quiebra a una considerable parte del sector. La solución planteada por la administración Roosevelt fue la de un recorte voluntario de la producción a cambio de recibir una compensación por parte del Estado, como forma de lograr que la caída de la oferta generara un aumento de los precios. Dicha propuesta se plasmó en la Ley de Ajuste Agrícola (AAA) de mayo de 1933.

Por su parte, como forma de generar políticas de estimulación a la industria, se aprobó la Ley de Recuperación de la Industrial Nacional (NIRA). La misma estableció la creación de dos organismos, la Administración de Obras Públicas (PWA) y la Administración de Recuperación Nacional (NRA). La primera, con un presupuesto de 3.3 mil millones de dólares, fue la encargada de realizar las principales inversiones en infraestructura pública. La segunda buscaba crear un marco regulatorio para el ámbito empresarial. Sin embargo su principal objetivo radicaba en modificar las condiciones del mercado laboral, y sobre todo lograr un aumento del poder adquisitivo de los trabajadores. En cada rama industrial se crearon comités con representación de las empresas, los trabajadores y el gobierno, que fijaron los nuevos estándares laborales, así como también los niveles de precios y salarios.

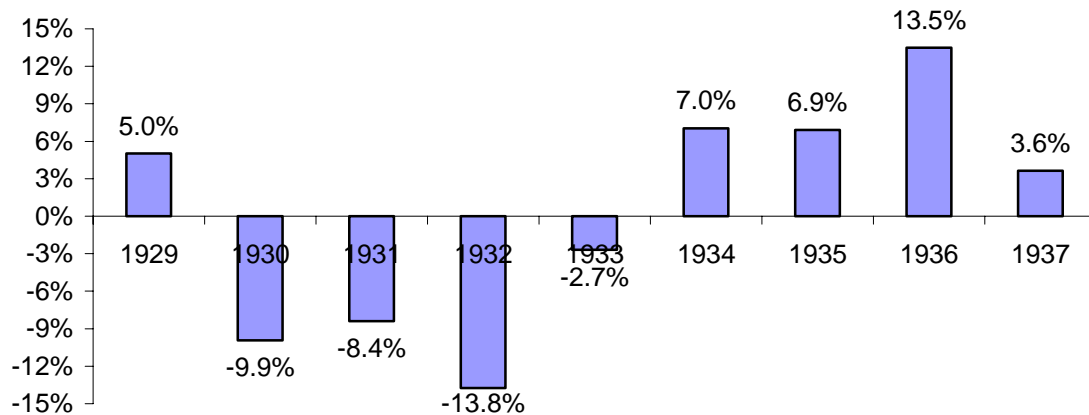
Debido a que algunas de estas medidas fueron declaradas inconstitucionales por parte de la Suprema Corte de Justicia, el gobierno lanzó, a partir de 1935, una nueva serie de medidas conocidas como el segundo New Deal. Las mismas fueron en su mayoría tendientes a mejorar la situación de los trabajadores. Por ejemplo, durante este período, se aprobaron la Ley de Relaciones Laborales Nacionales y la Ley de Seguro Social. La primera reglamentó la negociación colectiva entre sindicatos y empresas. La segunda instauró el sistema de pensiones para los jubilados, además del seguro de desempleo. Finalmente la Ley Fiscal de 1935 aumentó la tasa impositiva para los ingresos más altos de la sociedad.

Todas estas medidas reflejaban claramente el pensamiento keynesiano que comenzaba a imponerse en la época. A partir de este momento el Estado asume un rol como ente regulador de las relaciones entre trabajadores y empresas, así como también el de participante activo en la vida económica del país. A su vez, la aprobación de leyes como la de Seguridad Social y la Impositiva, mostraban una creciente preocupación del Estado por la distribución del ingreso.

Consecuencias de las medidas adoptadas

Si analizamos las principales variables macroeconómicas podemos observar que las medidas adoptadas en el New Deal cumplieron los objetivos fijados. Efectivamente, en los años posteriores a su implementación, el PIB per cápita de Estados Unidos comienza un período de importante crecimiento que culmina en el año 1944. En el período 1934-1944, Estados Unidos creció a una tasa inter-anual del 8,33%¹⁵, lo que significó una duplicación de su PIB per cápita en tan solo 11 años.

**Variación PIB per cápita en Estados Unidos
(1929 - 1937)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Angus Maddison 2003

Existe un consenso entre los economistas con respecto a que la política fiscal activa del gobierno de Roosevelt fue el principal impulsor de la reactivación económica. Observando la tabla siguiente, podemos apreciar que la relación entre el gasto público y el PIB comenzó a crecer luego de la asunción del presidente demócrata. Esta situación marca un cambio estructural en la política fiscal norteamericana, ya que esta relación se mantendrá en niveles elevados durante el resto del siglo XX, concluyendo con el modelo de Estado liberal clásico y adoptando una posición mucho más intervencionista.

¹⁵ Elaboración propia en base a datos de Angus Maddison 2003

Ratio Gasto Público / PIB, período 1929-1937

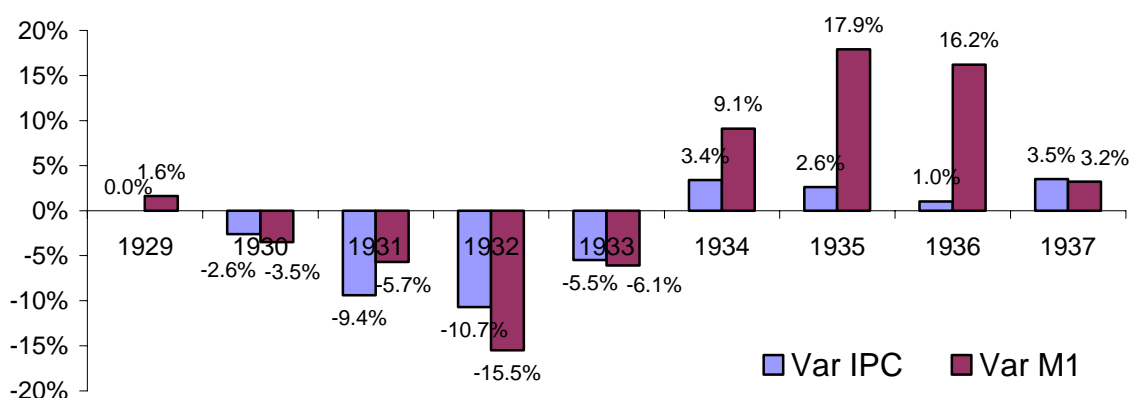
(En miles de millones de dólares corrientes)

Año	PIB	Gasto Público	Gasto/PIB (%)
1929	103,6	9,4	9,07
1930	91,2	10	10,96
1931	76,5	9,9	12,94
1932	58,7	8,7	14,82
1933	56,4	8,7	15,43
1934	66	10,5	15,91
1935	73,3	10,9	14,87
1936	83,8	13,1	15,63
1937	91,9	12,8	13,93

Fuente: Bureau of Economic Analysis

Otra de las grandes preocupaciones del gobierno norteamericano era la evolución del nivel de precios. Desde el comienzo de la crisis éstos habían mostrado una clara tendencia bajista, con una disminución sistemática entre los años 1930 y 1933.

Variación del IPC y del M1 en Estados Unidos (1929 - 1937)

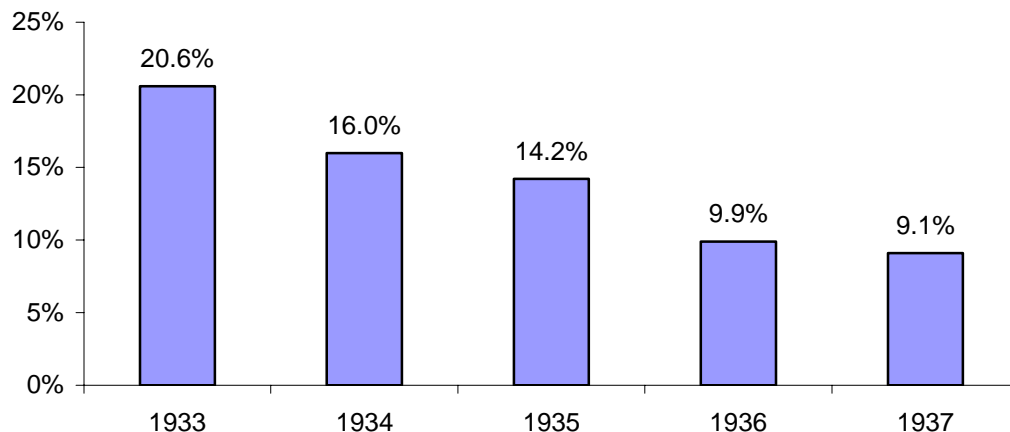


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Hamilton.J. "Monetary factors in the Great Depression"

Como se observa en el gráfico anterior, luego de la implementación de las políticas del New Deal, los precios comenzaron a crecer nuevamente a partir de 1934. Los resultados observados iban en concordancia con los objetivos de la administración Roosevelt que, además de buscar el crecimiento económico, tenía como otra de sus principales metas revertir la tendencia bajista de los precios, los cuales identificaba como una de las causas que impedían al país salir de la recesión.

Con respecto a la política monetaria apreciamos dos períodos bien diferenciados. El primero entre los años 1930-1933 en el cual, si bien la Reserva Federal aumentó ligeramente la base monetaria, el efecto se vio neutralizado por la crisis bancaria que vivió el país en ese momento. Por otra parte, a partir de 1934 la autoridad monetaria adopta una postura mucho más agresiva y la oferta monetaria, medida a través del agregado monetario M1, experimentó un significativo crecimiento. De esta forma observamos como tanto la política fiscal como la monetaria se complementaron a fin de sacar a la economía del espiral deflacionario.

**Tasa de desempleo en Estados Unidos
(1933 - 1937)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Smiley, G. "Historical Recent Unemployment Rate Estimates for the 1920s and 1930s"

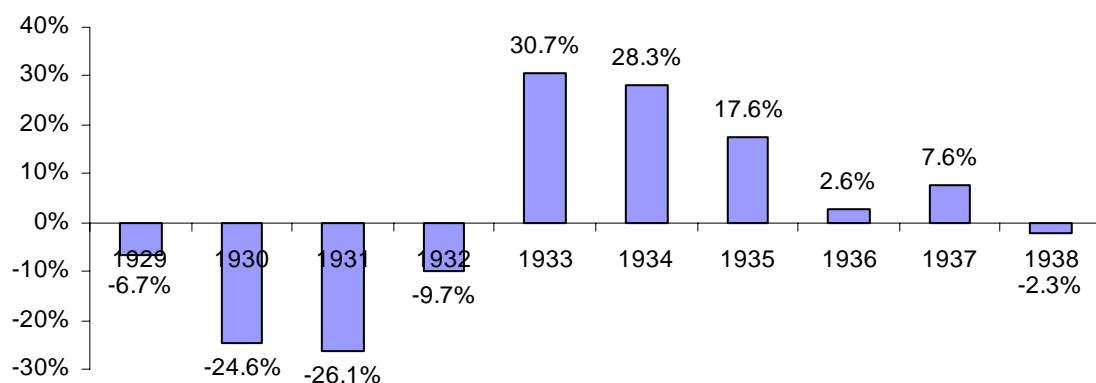
Por último analizamos uno de los rasgos más característicos de la Gran Depresión, el desempleo. Luego de alcanzar niveles históricos superiores al 20%, con la aplicación de las medidas del New Deal y a medida que la reactivación económica surtía efecto se logró una marcada disminución en el número de desocupados. Como observamos en el gráfico anterior, en tan solo cinco años se logra llevar la tasa de desempleo hasta niveles cercanos al 9%. Es de destacar que el Estado fue el principal empleador, ya que muchas de las políticas públicas llevadas a cabo en ese período estuvieron dirigidas a captar mano de obra para distintos proyectos públicos.

El Uruguay de los años '30

Desde comienzos del siglo XX Uruguay se caracterizó por ser un país con un modelo orientado al crecimiento hacia afuera. Durante todo este período la ganadería, sector donde el Uruguay poseía una clara ventaja comparativa, representaba el motor de la economía. De esta forma la carne, la lana y los cueros conformaban los principales rubros exportables. La adopción de un modelo de estas características implicaba la dependencia del Uruguay a las fluctuaciones de los precios internacionales de estos productos.

Para el Uruguay, los efectos de la crisis comenzaron a manifestarse a través del sector externo. Efectivamente, con el hundimiento de las economías desarrolladas, la demanda de los productos uruguayos cayó en forma dramática. A partir de 1929 se observó una caída del Índice de precios de exportaciones, tendencia que continuaría hasta el año 1932. En este período los precios de las exportaciones se redujeron prácticamente en un 50%¹⁶, lo que significó un duro golpe para la economía nacional.

Variación del Índice de Precios de Exportaciones de Uruguay
(1929 - 1938)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Luis Bértola "La industria manufacturera uruguaya 1913 -1961" (1991)

¹⁶ c

Esta caída de los precios de exportación, sumada a una reducción no tan marcada de los volúmenes exportados, significó que el país pasara de vender al exterior 92,5 millones de dólares en 1929 a tan solo 37,4 millones de dólares en 1932¹⁷. Tal coyuntura desembocó en una reducción considerable de los ingresos del sector ganadero. Sin el efecto dinamizador de dicho sector, la actividad interna enfrentó una fuerte contracción. La consecuencia inmediata de esta situación fue un deterioro considerable de la Balanza Comercial, llegando a un déficit en el saldo de la misma cercano a 19 millones de dólares en 1931. Esta situación, sumada a los egresos que significaban el pago de la deuda externa, condujo a un desequilibrio en la Balanza de Pagos. Contrariamente a la década anterior, el descalabro financiero a nivel internacional impidió al país acceder al mercado de capitales para financiar el déficit. Sin financiamiento exterior, la moneda nacional se desvalorizó con respecto a las monedas extranjeras.

Por su parte el Estado vio como los ingresos provenientes de la aduana, su principal fuente de ingresos, disminuía a raíz de la reducción de la actividad. A su vez, la debilidad de la moneda significaba un mayor peso de los intereses de la deuda externa en el presupuesto nacional. Estos dos elementos determinaron que a partir de 1929 se generara un importante déficit fiscal. De esta manera, al no contar con financiamiento externo y con un creciente déficit de las cuentas públicas, el gobierno vio limitada en los primeros años de la crisis su capacidad de aplicar políticas estimulantes de la demanda agregada.

Medidas adoptadas por Uruguay para enfrentar la crisis de 1929

Las medidas del Consejo Nacional de Administración (1930 – 1933)

Las principales medidas de política económica llevadas a cabo por el gobierno uruguayo tenían un fuerte componente intervencionista en la economía. En este período se destaca el Consejo Nacional de Administración

¹⁷ Bértola, L. 1991.

(CNA) como ejecutor de las principales medidas económicas. El mismo era controlado por el sector batllista del Partido Colorado y el no-herrerista del Partido Nacional, y tuvo como principal finalidad la profundización del proceso de desarrollo y diversificación de la economía, con un fuerte componente nacionalista. Ejemplo de lo anterior era la propuesta de Eduardo Acevedo, uno de los integrantes del CNA, quién proponía la extensión de los monopolios industriales y la nacionalización de todos los servicios de orden público como ser: ferrocarriles, tranvías, gas y agua corriente. Es así que en el año 1931 se establece la creación de ANCAP y UTE, otorgándole al Estado el monopolio de la producción de combustibles y las telecomunicaciones.

En cuanto a las medidas económicas tomadas en éste período por el CNA, se destaca el aumento de la protección aduanera y el control del comercio exterior y el control del mercado de cambios. En cuanto a las primeras, tendían a reducir las importaciones mejorando así la balanza comercial y sustituir éstos bienes por productos nacionales. El CNA fue facultado para aumentar los gravámenes a ciertos productos, llegando algunos al 100% del valor de los mismos. A su vez, en algunos casos se aprobaron leyes que prohibían por un tiempo determinado, la importación de ciertos bienes considerados suntuarios o que tenían sustitutos cercanos en la producción nacional. El gobierno, preocupado por la escasez de divisas, fijó prioridades para la importación desde países con los cuales el Uruguay mantenía un balance comercial favorable.

El control del mercado de cambios surgió como respuesta a la caída de los ingresos por concepto de las exportaciones. Se intentaba, por medio del manejo del tipo de cambio, combatir la especulación y equilibrar la balanza de pagos. A fines de la década de los años '20 el peso uruguayo estaba sobrevaluado, al igual que muchas de las monedas de los demás países latinoamericanos, debido a la afluencia de capitales desde el exterior. Los mismos provenían principalmente de Estados Unidos, bajo la forma de préstamos al gobierno. En mayo de 1931 se le otorgó al Banco de la República

Oriental del Uruguay (BROU) el control de todas las operaciones de cambio internacionales y del movimiento de capitales, desde y hacia el exterior, como forma de controlar la especulación. Se creó el tipo de cambio oficial, que fijó una devaluación de la moneda del 54% con relación a la paridad del patrón oro. Sin embargo, el sector exportador argumentaba que el ajuste debería haber sido superior a un 70%.

En el año 1932 se establecieron tipos de cambio diferenciales para el sector exportador, que si bien eran controlados por el BROU, actuaban como estímulo a dicho sector, permitiéndoles cambiar divisas a las cotizaciones del mercado. El creciente control sobre el mercado de divisas y la sobrevaloración del peso uruguayo llevaron al surgimiento de un mercado secundario. Como respuesta a dicha situación el Estado crea, en 1933, el tipo de cambio compensado. El mismo les permitía a los exportadores cambiar sus divisas en el mercado local a una mejor cotización.

Otro problema que enfrentaba la economía uruguaya era la creciente fuga de capitales hacia el exterior. Como forma de limitar dichas transferencias y alivianar las presiones de las deudas con el exterior, el gobierno uruguayo tomó tres medidas fundamentales entre setiembre de 1931 y enero de 1932. Las primeras disposiciones fueron la postergación de deudas comerciales en moneda extranjera, en setiembre del '31, y la suspensión temporaria del envío al exterior de las ganancias de las empresas extranjeras, en octubre de ese mismo año. A su vez, en enero de 1932 el Poder Ejecutivo suspendió la amortización de la deuda externa, manteniendo los pagos de intereses correspondientes. Se les ofreció a los acreedores cobrar sus deudas un año después, en pagos escalonados, o la conversión de sus obligaciones en préstamos amortizables en cinco años, con un 6% de interés anual.

En materia fiscal el Estado observó un fuerte impacto sobre sus ingresos debido a las restricciones impuestas a las importaciones. Como forma de

realizar un ajuste presupuestal, y en lugar de apelar a una reducción del gasto público, se crearon nuevos impuestos con el objetivo de remplazar la disminuida recaudación aduanera. Entre los impuestos más importantes creados en estos años se destacan el impuesto a los servicios de las empresas públicas, a la propiedad territorial, a los sueldos de los funcionarios públicos y a las pasividades, así como también el aumento de los gravámenes al consumo de bienes suntuarios, como por ejemplo el tabaco o las bebidas alcohólicas.

Las medidas del Terrismo (1933 – 1938)

Las políticas llevadas a cabo por el CNA en los años anteriores habían dañado los intereses de distintos grupos, como el de los industriales, comerciantes, y el sector ganadero. Este último estaba preocupado por la creciente expansión del poder del Estado, y consideraba que el control del tipo de cambio iba en detrimento de sus ingresos ya afectados por la crisis internacional.

El golpe de Terra de 1933 fue la forma en la que estos grupos accedieron al control del Estado. El gobierno de facto no significó una ruptura con las políticas anteriores, y si bien el sector ganadero se vio beneficiado, una de las principales características del Terrismo fue la continuidad de las políticas del CNA. De esta forma podríamos afirmar que este período no significó un quiebre total con el dirigismo aplicado a principios de la década del '30, sino más bien, un redireccionamiento de las políticas para darle mayor protagonismo al sector exportador.

En cuanto a las medidas adoptadas durante estos años, destacan a nivel monetario dos revalúos de la moneda en 1935 y 1938. En el primero, sin modificar la paridad legal, se revaluaron las reservas del BROU de acuerdo a los nuevos valores del oro. Esta inyección monetaria, tenía como objetivo expandir la demanda agregada, generando mayor confianza en la economía. En el

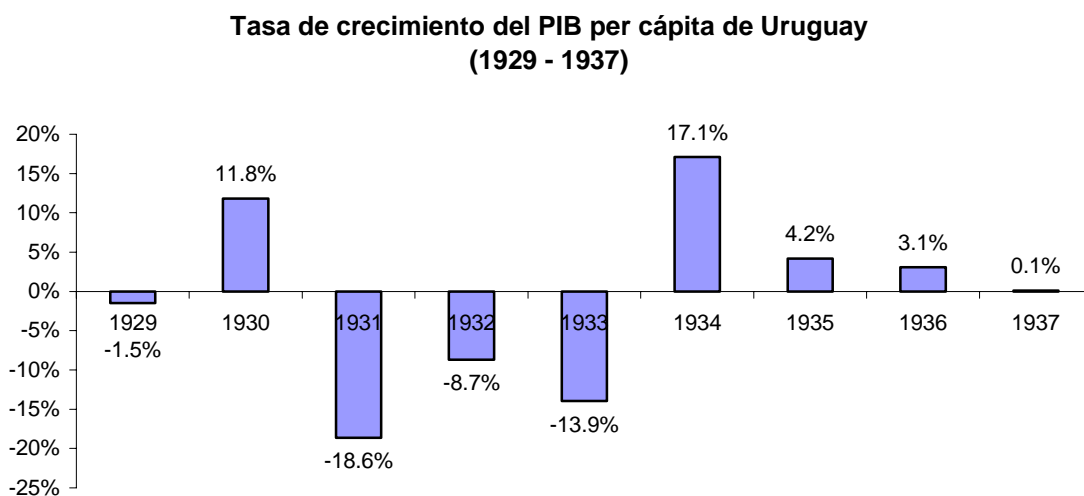
segundo, se cambió la paridad legal del peso, generando una devaluación de la moneda de un 60%. Claramente, el objetivo de esta política era la mejora de la competitividad de los productos exportables uruguayos.

Por otra parte, el otro aspecto destacable de la política económica fue la intervención sobre el mercado de cambios. Efectivamente, a lo largo de este período el control de cambios sufrió una serie de modificaciones tendientes a beneficiar al sector agropecuario. Como reacción a la aparición de un mercado negro de divisas, el gobierno estableció en febrero de 1934 la creación de un mercado de cambios libre, paralelo al oficial. El mismo, que sustituyó al tipo de cambio compensado, tenía la finalidad de aumentar el control que ejercía el BROU sobre el mercado de cambios secundario. En diciembre de 1937 se establecen los tipos de cambio diferenciados para las exportaciones e importaciones, los cuales sustituyeron al tipo de cambio oficial y libre. Los objetivos de estas modificaciones fueron principalmente la limitación de las importaciones y la promoción de las exportaciones; así como también la redistribución del ingreso y la mejora en la recaudación. En la práctica los tipos de cambio diferenciados significaron para la industria manufacturera una protección efectiva contra la competencia extranjera. La misma permitió, durante el período, el desarrollo y afianzamiento de este sector como principal impulsor de la recuperación económica. Adicionalmente a las medidas anteriormente mencionadas, durante la época del Terrismo se creó la Comisión Honoraria de Importación y Cambios, cuya principal tarea consistía en la asignación de las divisas para cada importador.

Consecuencias para Uruguay de las medidas adoptadas

Principalmente para el Uruguay la crisis del '29 significó el fin del modelo de crecimiento hacia afuera, basado en una economía agroexportadora. A partir de las medidas adoptadas por el gobierno, paulatinamente el Estado fue aumentando su rol dirigista en la vida económica del país. Este período marcó el comienzo de un modelo sustitutivo de importaciones, basado en un “Estado de Bienestar”, que alcanzaría su auge en la década del '50 bajo el gobierno de Luis Batlle Berres.

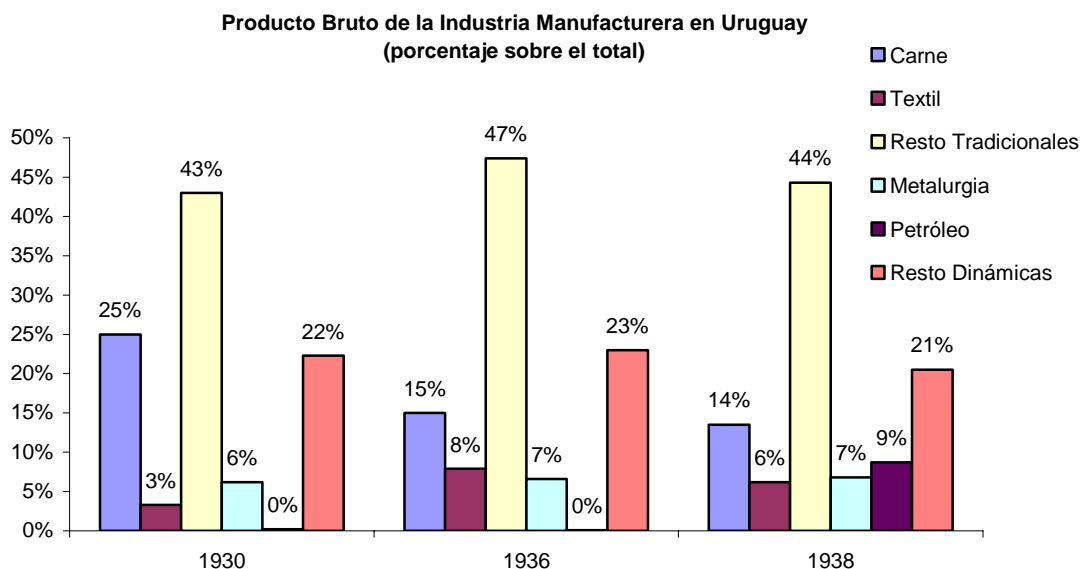
Los distintos sectores de actividad comenzaron a ver en el mercado interno un sustituto válido como destino final de sus productos, frente a mercados externos cada vez más inseguros. Como consecuencia de lo anterior, el Estado debió preocuparse por el poder adquisitivo del mercado interno, por lo cual la redistribución del ingreso empezó a acaparar parte significativa de los objetivos de política económica de los sucesivos gobiernos. La creación de los Consejos de Salarios en 1943 fue el instrumento fundamental mediante el cual el gobierno fortaleció el mercado interno, que mediante la regulación salarial, lo transformó en el principal destino de la industria manufacturera sustitutiva de importaciones.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Angus Maddison 2003

Como observamos en la gráfica anterior, la crisis tuvo un impacto directo en la economía uruguaya durante los primeros años de la década de 1930. Efectivamente entre los años 1930 y 1933 el PIB per cápita uruguayo tuvo una disminución del 36%¹⁸. Recién a partir de 1934, gracias a un mejoramiento del contexto internacional así como también de la aplicación de las medidas mencionadas anteriormente, el país comenzó una etapa de recuperación económica.

La industria manufacturera se transformó, gracias a las políticas estatales, en el motor de la reactivación económica. Como ejemplos podemos mencionar los casos de la industria textil y la petrolera. La primera creció a una tasa acumulada anual, entre 1931 y 1938, de un 14,1%. Por su parte la segunda creció en el mismo período un 78,1% acumulado anual, gracias a la puesta en funcionamiento de la Refinería de ANCAP en 1937¹⁹. A partir de 1930 se genera una disminución en la participación de la industria cárnica en el total del producto bruto industrial como consecuencia de un aumento del proteccionismo a nivel mundial, así como de una disminución del consumo.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Millot J., Silva C., Silva L. . "El desarrollo industrial del Uruguay: de la crisis de 1929 a la postguerra"

¹⁸ Elaboración propia en base a datos de Angus Maddison 2003

¹⁹ Millot J., Silva C., Silva L. 1973.

La industria textil es un claro ejemplo del cambio del modelo de desarrollo industrial del país. Para 1938 dicha industria duplicó su participación en el producto bruto industrial con respecto a 1930, a la vez que aumentó el valor agregado de su producción. Los datos ejemplifican dicho cambio; para 1938 el porcentaje de lana exportada con algún proceso de manufactura alcanzó el 20% del total exportado, mientras que en 1930 era de tan solo un 4%²⁰.

A modo de conclusión final, se puede afirmar que luego de la crisis de 1929 Uruguay se embarcó en un proceso que paulatinamente transformaría al país en una economía más cerrada y menos dependiente del exterior. De esta forma la crisis se convierte en el determinante de un cambio en el paradigma de desarrollo económico del país. La Gran Depresión dejó un Uruguay significativamente distinto, en el plano económico, al que existió a principios del siglo XX.

²⁰ Millot J., Silva C., Silva L. 1973.

Antecedentes de la crisis de 2008

Estados Unidos

La primera década del siglo XXI se caracterizó por un sostenido crecimiento de la economía mundial. Sin embargo Estados Unidos sufrió en los primeros años los coletazos de la crisis de las empresas tecnológicas, que sumado a los atentados del 11 de setiembre de 2001 generaron una breve desaceleración del crecimiento. La caída en los niveles de actividad condujo a niveles de desempleo superiores al 6% en los años posteriores. La Reserva Federal, preocupada por la disminución en las tasas de crecimiento, y ante las perspectivas de que la economía entrara en una recesión, había decidido comenzar un proceso de reducción gradual de la tasa de referencia de política monetaria. La misma se situaba, a mediados del año 2000, en un 6,5% y para mediados del año 2004 se ubicaba en el 1%²¹.

A partir de las medidas adoptadas en este período, la economía norteamericana retomó la senda de crecimiento, impulsada por la reactivación del crédito interno, el cual era de fácil acceso debido a las bajas tasas de interés. En este momento comienzan a gestarse los elementos que explicarán la crisis actual.

Las bajas tasas de interés generaron un ambiente propicio para que los bancos se embarcaran en la búsqueda de negocios más rentables. Efectivamente, con tasas de mercado disminuidas, el negocio tradicional de las entidades financieras no reportaba rentabilidades satisfactorias. Como consecuencia de esto, si los bancos deseaban obtener mayores retornos, debían asumir mayores riesgos, incursionando en inversiones no tradicionales hasta el momento. Si bien el mercado hipotecario siempre tuvo gran relevancia en el sistema financiero norteamericano, el mismo se basaba en préstamos que

²¹ Datos extraídos de la Reserva Federal. <http://www.federalreserve.gov>

eran dirigidos principalmente a los segmentos llamados prime y alt A, segmentos donde se localizaban la mayoría de los deudores con gran capacidad de pago. Sin embargo, ante el nuevo contexto, las instituciones financieras comenzaron a apuntar hacia el sector subprime, sector donde se agrupaban aquellos deudores con escasa capacidad de repago y por lo tanto con mayor riesgo.

Otro de los elementos que contribuyó a la explicación de la crisis actual fue la práctica de la securitización. La misma consistía en agrupar distintos activos en un mismo instrumento financiero para su comercialización. Éstos eran segmentados y categorizados por las agencias calificadoras de riesgo según la probabilidad de repago de cada uno. De esta forma dichos activos eran especialmente requeridos en los mercados de valores debido a sus retornos potencialmente altos. Sin embargo, este mecanismo generaba que los securities creados incluyeran tanto activos seguros como otros de baja calidad. Esta práctica tenía el objetivo de trasladar el riesgo de los préstamos hacia otros agentes, ya que las instituciones financieras no estaban interesadas en asumir el riesgo de no pago, inherente a este tipo de préstamos. Por lo tanto, la securitización aparecía como la solución a dicho problema, ya que no solamente trasladaba el riesgo sino que le brindaba fondos frescos por medio de la venta de estos securities. Dicha práctica tenía implícito un problema de riesgo moral ya que como las instituciones financieras trasladaban el riesgo a terceros, tenían el incentivo de otorgar la mayor cantidad de préstamos posible, sin importar el perfil del deudor.

Finalmente, otro elemento que favoreció el desarrollo de esta crisis fue la creación de nuevos instrumentos financieros que escapaban a la regulación que regía en ese entonces. Ya desde mediados de la década de los años 90, las instituciones financieras se habían embarcado en la creación de nuevos instrumentos que le ofrecieran al inversor niveles atractivos de retorno. De esta forma se generó un rápido desarrollo del mercado OTC (over the counter) con instrumentos cada vez más complejos, que terminaron perjudicando a las

instituciones debido al desconocimiento del funcionamiento de los mismos. Un ejemplo de esto fueron los llamados CDS (credit default swaps), que proporcionaban una suerte de seguro al inversor ante la posible quiebra de las compañías que integraban su portafolio.

Una de las consecuencias más notables de esta práctica crediticia fue el boom que comenzó a vivir el sector inmobiliario en los Estados Unidos. Efectivamente entre el primer trimestre de 2002 y el primer trimestre de 2006 los precios de los inmuebles crecieron un 60%²².

Por su parte la FED, a mediados del año 2004, decide realizar un viraje en su estrategia. Al observar que la economía mostraba signos de recuperación, y ante el miedo de un rebrote inflacionario, la Reserva Federal decide aplicar una política monetaria más restrictiva mediante aumentos escalonados de la tasa de referencia. De esta forma la tasa pasa del 1% al 5,25%²³ a mediados del año 2006.

Europa

Desde la puesta en circulación del Euro como moneda única del bloque, Europa vivió un período de crecimiento desde el año 2000 hasta el 2008. A diferencia de los Estados Unidos, la Unión Europea no sufrió tanto las consecuencias del desaceleramiento del crecimiento en el año 2001, debido principalmente a que la crisis de las empresas tecnológicas fue un acontecimiento mayoritariamente norteamericano.

En estos años, el Banco Central Europeo (BCE) se caracterizó por llevar adelante una política monetaria más conservadora en comparación con la FED, manteniendo la tasa de referencia en niveles cercanos al 2% durante el trienio

²² Elaboración propia en base a S&P/Case-Shiller Home Price Index.

²³ Datos extraídos de la Reserva Federal. <http://www.federalreserve.gov>

2003-2005. Esta política de tasas bajas favoreció, en el caso de España, el surgimiento de una burbuja en el mercado inmobiliario cuyos precios aumentaron, entre el año 2002 y 2006 en un 62%²⁴. A partir del año 2006 el BCE comenzó una política tendiente a aumentar gradualmente la tasa de interés, como forma de respuesta a la política similar llevada a cabo por la FED desde hacía dos años. Sin embargo los aumentos de la tasa de referencia europea fueron menos drásticos que los de la FED, en concordancia con la política más mesurada que caracteriza al BCE.

Desarrollo de la crisis de 2008

La decisión de la FED de incrementar las tasas de interés acarrió consecuencias sobre el mercado financiero estadounidense. Debido a que las personas, motivadas por las tasas bajas, habían contraído obligaciones a tasas variables, el aumento de las tasas de referencia implicó un significativo aumento en los intereses que debían pagarse. Considerando que muchas de las personas a las que se les había otorgado este tipo de créditos tenían una capacidad de repago muy limitada, la nueva situación significó un aumento importante de la morosidad. Esta disminución del pago de los préstamos, principalmente hipotecarios, llevó a que aquellos securities que tenían como colateral el flujo de fondos generado por dichas hipotecas perdieran su valor. Quedó demostrado entonces que éstos activos, que en algunos casos debido a la securitización eran clasificados como AAA, poseían un riesgo implícito mucho mayor al estipulado.

Por su parte los bancos que habían comprado estos activos riesgosos, guiados por los atractivos retornos que éstos ofrecían, se encontraban ahora con que estos papeles habían perdido gran parte de su valor, lo que les generó importantes pérdidas patrimoniales. Los bancos se enfrentaron a la problemática

²⁴ Datos extraídos de Financial Times. <http://www.ft.com>

de que en poco tiempo su activo se desvalorizó de forma considerable, poniendo en riesgo la propia solvencia de las instituciones.

A su vez, las personas que habían adquirido estos activos se enfrentaron a una situación en la que los mismos perdieron gran parte de su valor. Como consecuencia de esta situación se generó una importante oferta vendedora de estos activos, ya que los inversionistas intentaron masivamente desprenderse de estas posiciones.

En este contexto comienza a generarse una sensación de desconfianza en el sistema financiero, tanto por parte de los bancos como por parte del público. Esta situación generó problemas en algunos bancos minoristas, tanto de Estados Unidos como de Inglaterra, algunos de los cuales debieron ser intervenidos por los respectivos gobiernos mediante programas de ayuda financiera. Tal fue el caso del banco Northern Rock de Inglaterra, uno de los principales emisores de hipotecas del Reino Unido, que el 13 de setiembre de 2007 recibió un paquete de asistencia financiera por parte del Banco de Inglaterra. Poco tiempo después el Citibank de Estados Unidos debió realizar una serie de disminuciones en su capital debido a las pérdidas sufridas por sus inversiones relacionadas con las hipotecas subprime.

Otro elemento que contribuyó a disparar las primeras alarmas en el sistema financiero fue el abrupto aumento del spread entre la tasa Libor a tres meses y el Overnight Indexed Swap (OIS). Este último refleja las expectativas del mercado con respecto al valor de la tasa de referencia de la FED a tres meses. El spread entre ambos indicadores es utilizado para medir la confianza de los bancos en el mercado. A principios de 2007 el spread se ubicaba en valores cercanos al 0,1%, y a mediados de ese año sufrió un aumento drástico que lo colocó en valores cercanos al 1% a comienzos de setiembre. Dicha variación representó un aumento cercano al 1000% en pocas semanas, lo que

significaba un cambio sustancial en las perspectivas del mercado con respecto a la confianza y a la liquidez.

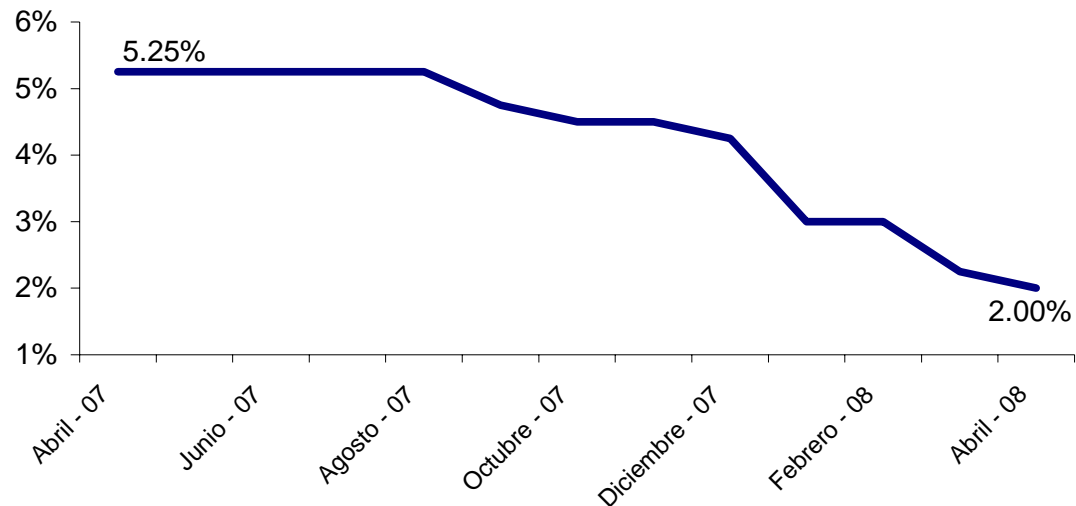
La crisis no se manifestó de igual forma en las distintas regiones. Por ejemplo, dentro de Europa, Gran Bretaña e Islandia vivieron procesos distintos. Por un lado la situación británica se asemejó a lo ocurrido en Estados Unidos, con un sistema financiero muy comprometido por las inversiones hipotecarias. Por otra parte, la economía de Islandia había crecido en los años anteriores en base a un fuerte endeudamiento externo en dólares debido a la apreciación de la corona islandesa. Luego del estallido de la crisis en Estados Unidos, la economía del país nórdico se vio afectada por una devaluación de su moneda debido a una importante fuga de capitales. El debilitamiento de la moneda local generó un aumento del peso de la deuda extranjera en el total de las obligaciones de los bancos, poniendo en riesgo la solvencia de algunos de estos.

Primeras medidas para enfrentar la crisis

Ante los primeros indicios que hacían vislumbrar una posible crisis futura, el principal problema consistía en realizar un correcto diagnóstico de la situación. La sucesión de hechos daban lugar a dos posibles interpretaciones; se estaba ante una crisis de liquidez ó ante un problema de solvencia. Evidentemente la primera de estas explicaciones significaba que la crisis podía ser superada proporcionando la liquidez necesaria para garantizar el normal funcionamiento de los bancos. La segunda interpretación traía aparejada implicancias mucho más profundas, debido a que en este caso el problema radicaba en la calidad y transparencia del funcionamiento de las instituciones financieras. En esta primera instancia las autoridades se inclinaron por la primera interpretación, asumiendo que el sistema financiero se enfrentaba a una crisis de liquidez.

Como primera medida se dispuso una baja en la tasa de interés, que si bien se realizó de forma escalonada, resultó mucho más abrupta que el aumento en el período anterior.

**Tasa de referencia de política monetaria de la FED
(abril 2007 - abril 2008)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la FED

Como podemos apreciar en el gráfico anterior la Reserva Federal empezó a disminuir la tasa de referencia como respuesta al deterioro de las expectativas de los agentes. Efectivamente, a partir de agosto de 2007 la FED se embarca en una política abiertamente expansiva de la oferta monetaria, que conducirá a que los valores de referencia pasen del 5,25% al 2%²⁵ en un período de tan solo 9 meses. Por su parte el Banco Central Europeo, dentro de una política más conservadora, demoró en unos meses la decisión de reducir las tasas, hecho que finalmente se concretó en setiembre de 2008.

Por otra parte, como forma de brindarle más facilidades a las instituciones financieras de acceder a fondos frescos, la FED instaura en diciembre de 2007 un mecanismo conocido como Term Auction Facility (TAF). El mismo tenía el objetivo de brindar liquidez a los bancos, a través del otorgamiento de fondos

²⁵ Datos extraídos de la Reserva Federal. <http://www.federalreserve.gov>

directamente desde la FED, permitiendo que las instituciones financieras obtuvieran dinero a tasas inferiores a la tasa de descuento.

Por último, en febrero de 2008 el Congreso de los Estados Unidos aprobó la Ley de estímulo económico, cuyo principal objetivo consistía en reactivar el consumo. Para lograr dicho cometido se destinaron 100 mil millones de dólares a través de la devolución de impuestos a las familias.

Profundización de la crisis

Debido al diagnóstico erróneo de la situación, las medidas que se tomaron no atacaron el verdadero problema de fondo. Más allá de que los Bancos Centrales inyectaron la liquidez que creían necesaria y algunos gobiernos fomentaron planes de estímulo económico, el panorama financiero se siguió deteriorando y agravando en los meses siguientes. En febrero de 2008 el gobierno británico nacionaliza el banco Northern Rock. En marzo JP Morgan adquiere el banco Bear Stearns, el cual se había declarado en quiebra. En julio el Tesoro norteamericano se compromete públicamente a brindar ayuda, en caso de que fuera necesario, a Freddie Mac y Fannie Mae, entidades fuertemente comprometidas por la crisis subprime. Finalmente, el 15 de setiembre ocurren dos hechos que marcarán el inicio del período más crítico de la crisis. En ese mismo día Bank of America adquiere a Merrill Lynch, considerado hasta ese momento una de las principales entidades del mercado financiero, a la vez que se produce la quiebra de Lehman Brothers, el cuarto banco más importante de Estados Unidos.

A partir de este momento podemos observar que lo que en un principio era una crisis meramente financiera, rápidamente se expandió al resto de la economía. La consecuencia inmediata del descalabro de los mercados financieros fue la interrupción drástica del crédito, tanto para las empresas como para las familias. Efectivamente, con un mercado financiero en problemas los

bancos cortan el financiamiento al público, quienes al verse impedidos de acceder a estos fondos se ven obligados a contraer el consumo. Este mismo razonamiento aplica para el sector empresarial, donde la variable de ajuste es la inversión. En este sentido los datos son muy elocuentes ya que entre el segundo trimestre de 2007 y el segundo trimestre de 2009, la inversión privada en términos reales disminuyó en un 33%²⁶ en Estados Unidos.

Como era de esperarse, la consecuencia directa de una caída de la inversión y el consumo fue una desaceleración de la actividad económica. La misma se hizo evidente a partir del tercer trimestre del 2008, cuando el PIB per cápita norteamericano, medido en términos reales, cayó un 0,92%²⁷ comparado con el trimestre anterior. Desde esa fecha hasta la actualidad, este indicador ha venido mostrando crecimiento negativo. Por su parte la tasa de desempleo, en concordancia con un contexto recesivo, también comenzó a incrementarse desde principios de 2008, alcanzando un máximo de 9,5% en junio de 2009.

Medidas ante la profundización de la crisis

Ante el deterioro de la coyuntura económica y los problemas financieros que se suscitaron posteriormente, los Bancos Centrales y los gobiernos debieron incrementar las medidas tendientes a afrontar el peor momento de la crisis. En un hecho histórico, la Reserva Federal decidió colocar la tasa de referencia en un rango de 0 – 0,25%. Esta medida prácticamente garantizaba el acceso a los fondos que fueran necesarios a todas las instituciones financieras. Esta política fue seguida por los principales Bancos Centrales del mundo quienes también se embarcaron en procesos de reducción de sus tasas de interés. A su vez, en un hecho sin precedentes, la FED aceptó adquirir parte de los activos considerados “tóxicos” como forma de brindar recursos al sistema bancario.

²⁶ Elaboración propia en base a datos del Bureau of Economic Analysis.

²⁷ Elaboración propia en base a datos del Bureau of Economic Analysis.

El gobierno de los Estados Unidos debió intervenir brindando ayuda financiera a algunas de las instituciones más importantes de Norteamérica. Tal es el caso de Citigroup y Bank of America, los cuales debieron ser capitalizados por el Tesoro estadounidense. Por otro lado, la empresa aseguradora AIG debió ser estatizada por el gobierno debido a las pérdidas millonarias que la llevaron a la quiebra.

El Congreso norteamericano, luego de una ardua negociación, aprobó en octubre de 2008 un plan de ayuda financiera por 250 mil millones de dólares. El mismo buscaba, por un lado, garantizar las obligaciones de todas las instituciones financieras de forma de disminuir la desconfianza de los mercados. Por otra parte, se intentaba reestablecer las líneas de crédito en la economía de forma de recuperar el financiamiento tanto a las familias como a las empresas.

Por último, en febrero de 2009, el gobierno anunció el Plan de estabilidad financiera. Mediante el mismo se buscaba incrementar la transparencia y el fortalecimiento de las instituciones financieras. Para ello se estableció una regulación mucho más firme sobre los bancos y sus operaciones OTC. Este plan, a diferencia de los anteriores, buscaba atacar el problema de fondo, evitando que la falta de transparencia de los instrumentos financieros y de los balances bancarios se transformaran en problemas de solvencia.

Los gobiernos europeos debieron recurrir también a medidas tendientes a salvar sus sistemas financieros. A modo de ejemplo, Inglaterra aprobó un paquete de medidas, entre las cuales se destacaron: garantizar los securities que tenían hipotecas como respaldo, compra de activos por parte del Banco de Inglaterra para aumentar el financiamiento a las grandes empresas, extensión de las garantías de crédito como forma de aumentar los préstamos entre las instituciones financieras, y por último, permitir el acceso de los bancos a liquidez a largo plazo. Por otra parte, Islandia anunció a finales de 2008 la

nacionalización de sus dos bancos más importantes, el Glitnir y el Kaupthing, en un intento de estabilizar un sistema financiero en serios problemas.

Uruguay y la crisis

Los efectos de la crisis internacional en el Uruguay no se manifestaron en el sistema financiero sino, como veremos, la principal vía de contagio fue a través de los canales comerciales. Efectivamente, la crisis que el Uruguay había vivido en el año 2002 había dejado un sistema financiero sólido, con baja predisposición a brindar préstamos y con un alto nivel de reservas. A su vez los bancos no tenían posiciones en aquellos activos considerados riesgosos, esto sumado a los altos índices de liquidez, dejó como resultado una plaza financiera protegida ante las turbulencias internacionales.

Nuestro país comenzó a sentir los primeros embates de la crisis cuando el sector exportador vio disminuidas sus ventas ante la caída de la demanda externa. Dicho sector vivió, desde comienzos del año 2007, un período de auge caracterizado por el constante aumento de los precios de los bienes exportados. Efectivamente, luego del inicio de la crisis en el mundo desarrollado y ante la incertidumbre generada sobre los activos tradicionales, los agentes acudieron a los commodities como refugio y reserva de valor. El atractivo de los mismos radicaba en que debido al aumento de la demanda de materias primas, principalmente por parte de China e India, el mercado esperaba que los futuros sobre los mismos incrementaran su valor. Este aumento de la demanda generó un alza en los precios de los principales rubros exportables por Uruguay. Esta variable, medida a través del Índice de Precios de Exportación (IPE), mostró un aumento del 54%²⁸ entre enero de 2007 y agosto de 2008. Este impulso le permitió al sector cerrar el año 2008 con un récord de exportaciones, que superaron los 9 mil millones de dólares²⁹.

²⁸ Elaboración propia en base al IPE elaborado por la Cámara de Industrias del Uruguay.

²⁹ Dato extraído del suplemento Economía y Mercado. Diario El País.

Uno de los elementos que caracterizó este período fue la fuerte apreciación del peso uruguayo con respecto al dólar estadounidense, en un marco de debilitamiento a nivel mundial de la divisa norteamericana. Este proceso se explicaba principalmente debido a que la FED había comenzado una política de reducción de tasas de interés, mientras que el BCE aún las mantenía en niveles relativamente elevados. A partir de agosto de 2008, el peso uruguayo mostró una importante depreciación con respecto al dólar. Este cambio de tendencia se debió a que en el mundo los agentes reestructuraron sus portafolios, retornando a activos denominados en dólares, lo que aumentó la demanda de la divisa. Esta presión compradora condujo a que en el cuatrimestre setiembre-diciembre el peso uruguayo se depreciara en un 19%³⁰.

Cuando la crisis se agudizó, en setiembre de 2008, se produjo un cambio en la tendencia de los precios de los commodities. La debacle financiera generó un “fly to quality” de los agentes, quienes corrieron a refugiarse en activos tradicionalmente considerados seguros, como por ejemplo los bonos del Tesoro de Estados Unidos. Dicha situación, condujo a una caída de los precios de los productos que Uruguay vende al resto del mundo que, sumado al efecto de la disminución de los volúmenes exportados, generó una contracción de las ventas al exterior. La incertidumbre generada llevó a que varias industrias locales redujeran su producción, y por lo tanto, decidieran recortar mano de obra.

La contracción del sector exportador se transmitió de forma gradual al resto de la economía, que registró en el primer trimestre de 2009 una caída del PIB real del 2,9%³¹ en comparación con el último trimestre de 2008. De igual manera el desempleo tuvo un repunte a principios de este año como consecuencia de la disminución en el nivel de actividad. Por último cabe destacar que las últimas mediciones, tanto del nivel de actividad como del

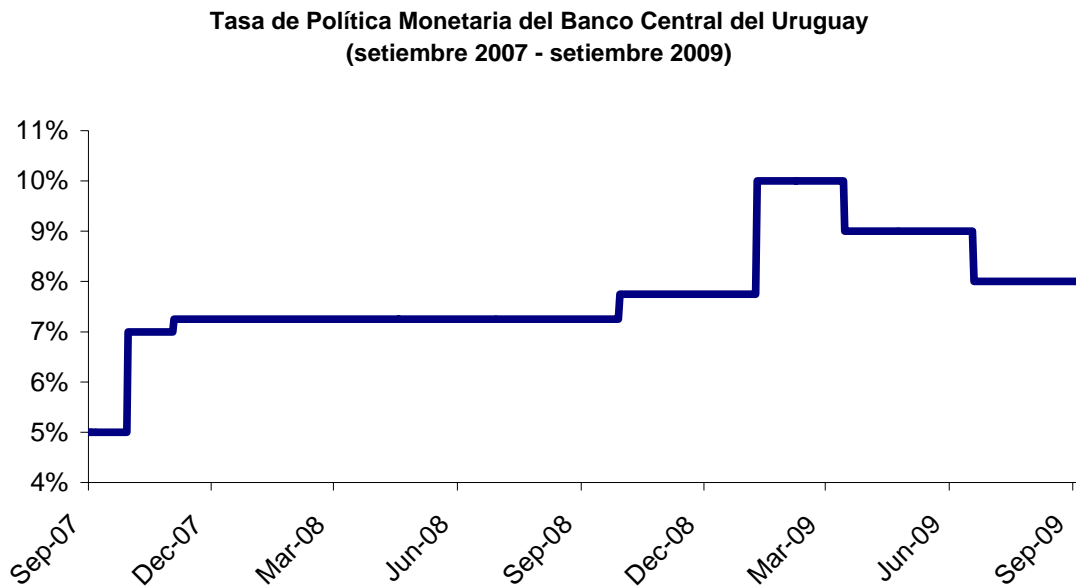
³⁰ Elaboración propia en base a datos del Banco Central del Uruguay.

³¹ Dato extraído del suplemento Economía y Mercado. Diario El País.

desempleo, presentan valores que parecerían demostrar que la economía podría haber iniciado una recuperación en el segundo trimestre de 2009.

Medidas tomadas por Uruguay para enfrentar la crisis

Previo a la crisis, el alto precio de los commodities contribuyó a un aumento de los costos de producción. Dicha situación llevó a que la inflación se escapara del rango objetivo previsto por el Banco Central del Uruguay (BCU), lo que motivó que desde principios de 2007 se comenzara a aplicar una política monetaria contractiva. Pese al cambio en el contexto internacional a partir de setiembre, el BCU, preocupado por la continua escalada de los precios, centró su atención en el control de la inflación.



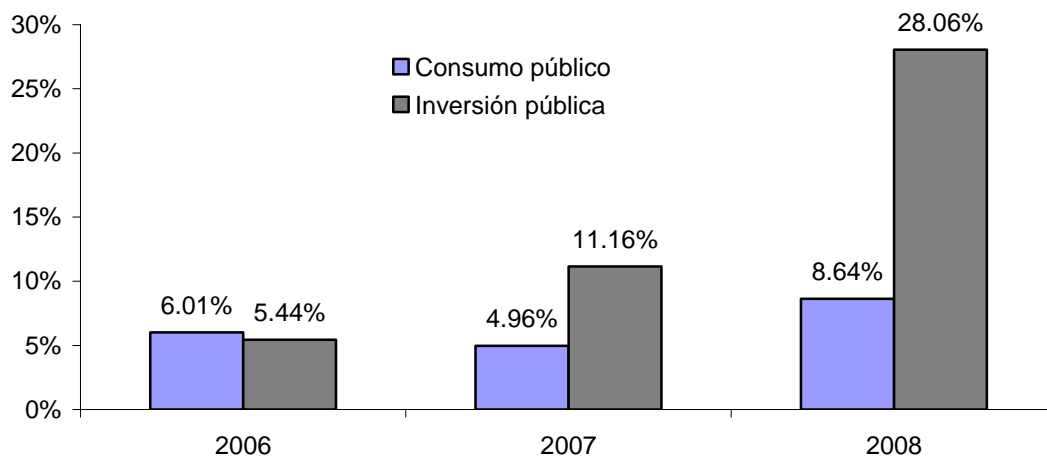
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central del Uruguay

Dicho comportamiento se puede apreciar en el gráfico anterior, en donde observamos que la tasa de referencia de política monetaria pasa del 5% en octubre de 2007 al 8% en julio de 2009, alcanzando un máximo del 10% entre enero y marzo de 2009. Del análisis anterior se desprende que la política

monetaria se mantuvo ajena al desarrollo de la crisis debido a que el objetivo principal de la autoridad monetaria era el control de precios. De esta forma, el único instrumento que quedaba a disposición del gobierno para impulsar la economía era la política fiscal.

Si bien en nuestro país no existió ningún paquete de medidas diseñado específicamente para contrarrestar los efectos de la crisis, es necesario analizar el gasto público para entender el motivo por el cual, según los datos más recientes, Uruguay habría evitado una recesión económica.

Variación en términos reales del Gasto Público en Uruguay (2006 - 2008)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central del Uruguay

Efectivamente podemos observar que en los últimos años el crecimiento, tanto del consumo como de la inversión pública, fue significativo. Este comportamiento del gasto público permitió, a nuestro entender, generar una especie de “amortiguador” que atenuó los efectos de la crisis sobre la economía uruguaya. Seguramente este incremento del gasto produjo un efecto dinamizador sobre el nivel de actividad, ayudando a que el país no sufriera de forma tan significativa los efectos de la crisis.

Análisis comparativo de ambas crisis

Para el mundo

Si bien actualmente la crisis internacional está en pleno desarrollo, a nivel mundial ya se observan ciertas consecuencias que la misma ha generado en la economía global. Sin embargo, considerando que los hechos se desarrollan todavía en la actualidad, es muy pronto aún para estimar la verdadera magnitud y alcance de esta crisis. Es difícil juzgar si la misma será tan significativa, desde el punto de vista histórico y económico, como lo fue la depresión de 1929. A pesar de todo esto es conveniente realizar ciertas comparaciones entre ambos procesos de forma de poder arribar a conclusiones valederas y analizar si lo ocurrido a principios del siglo XX sirvió como lección para los tiempos actuales.

Sería conveniente, antes de iniciar un análisis más preciso, evaluar los diferentes contextos en los que se desarrollaron ambas crisis. Evidentemente la realidad de 1930 dista de lo que es la situación a comienzos del siglo XXI. Los hechos que se sucedieron a partir de 1929 se desarrollaron en un mundo mucho menos integrado que el actual, donde existía un grupo de países que practicaban un sistema económico distinto al del capitalismo, y que les permitió permanecer ajenos a la realidad del mundo occidental. Actualmente, con una economía mucho más globalizada y donde el capitalismo es el sistema dominante, la crisis se manifestó de una u otra forma en todos los países.

Si bien ambas crisis poseen un génesis similar, basado en la especulación y el escaso control sobre el sistema financiero como detonantes, los canales de propagación en ambos casos fueron distintos. La crisis a principios de los años '30 fue magnificada, en gran parte, debido a una masiva contracción de la liquidez. A su vez, la existencia del patrón oro no hizo más que agravar la problemática, ya que al actuar como un tipo de cambio fijo, el ajuste se realizó por el lado de la contracción de la oferta monetaria. En contraposición

a lo anterior, la profundización de la crisis actual se debió principalmente a los problemas de solvencia generados por una compleja ingeniería financiera. En muchas ocasiones la misma escapaba de la regulación, y el tenedor de los securities no siempre era conciente de la calidad de los activos que poseía.

Otro aspecto a destacar es la consecuencia que ambos procesos tuvieron sobre el comercio internacional. Uno de los resultados de la crisis de los años '30 fue la destrucción casi total de los flujos comerciales entre países, con el resurgimiento de un proteccionismo fuerte y agresivo. Las conocidas prácticas de “empobrecimiento del vecino” generaron una dinámica en donde las naciones buscaban su propio beneficio en desmedro de sus socios comerciales. A diferencia de la situación anterior, en la actualidad el mundo cuenta con más de medio siglo de una institucionalidad supranacional que busca la cooperación entre las distintas partes. Actualmente se aprecia un esfuerzo, aunque aún insuficiente, por parte de los países de intentar evitar que la crisis desemboque en el resurgimiento de prácticas proteccionistas como las que se vivieron en el siglo pasado. En línea con lo anterior, debemos destacar la existencia hoy en día de organismos multilaterales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) los cuales han abierto líneas especiales de crédito para los países emergentes, como forma de brindar blindaje financiero. Este tipo de programas buscan evitar que los países más vulnerables vean afectados sus sistemas financieros como consecuencia de la crisis.

Tal vez, una de las grandes conclusiones que podemos extraer es que en vista de las acciones llevadas a cabo por los distintos gobiernos en los últimos dos años, parecería que el mundo aprendió de los errores cometidos durante la crisis de 1929. Efectivamente, los paquetes de estímulo fiscal, así como también la voluntad manifiesta de las autoridades monetarias de brindar la liquidez que fuera necesaria, parecen revalidar los aportes de la teoría keynesiana y de la escuela monetarista.

Por último, cabe destacar que en vista de los acontecimientos que se han desarrollado en los últimos dos años y a diferencia de lo ocurrido luego de la década del '30, la salida de la crisis actual no implicará un cambio en el paradigma económico. Si bien probablemente el mundo posterior a la crisis se desarrolle en base a una mayor regulación y control del Estado sobre los mercados financieros, el mismo no resultará en un cambio tan abrupto de las estructuras e instituciones económicas, como si ocurrió en los años '30.

Para Uruguay

Un rasgo que comparten ambas crisis en nuestro país es que en ambos casos la vía de transmisión de la crisis internacional a la economía doméstica fue a través del sector externo. En las dos situaciones, tanto la disminución de los precios como la de los volúmenes exportados fueron los factores desencadenantes de la caída del sector exportador. Una vez que el sector más dinámico sufre una desaceleración, paulatinamente los efectos se transmiten al resto de la economía.

Una de las principales diferencias en la forma en la que el Uruguay enfrentó las dos crisis, fue el hecho de que las medias tomadas durante los años '30 fueron mucho más intervencionistas que las llevadas a cabo en la actualidad. Las políticas adoptadas en ese entonces significaron un cambio en el rol del Estado y su importancia en la vida económica del país. En aquellos años se inauguraba un período con un Estado regulador y dirigista, con una actuación preponderante en los principales aspectos de la economía. A diferencia de lo que ocurrió en aquel entonces, cuando Uruguay cambió hacia un modelo de sustitución de importaciones, en la actualidad el país mantiene una continuidad con políticas concordantes con una economía pequeña y abierta al mundo.

Otra de las diferencias entre ambos períodos fue la forma en la que el Estado logró financiarse. Durante la Gran Depresión, debido a no poder acceder

a los mercados internacionales de deuda, el Uruguay debió recurrir a otras alternativas. Muchas de las medidas intervencionistas aplicadas en ese momento tenían como uno de sus fines generar recursos para el Estado, siendo un ejemplo de esto el aumento de los gravámenes al comercio. En la actualidad, Uruguay no debió tomar ninguna medida al respecto debido a que en los años anteriores a la crisis, el gobierno había seguido una política que le permitió financiarse por adelantado.

Por último, y como fue mencionado anteriormente, debemos destacar que para el caso uruguayo la últimas cifras parecerían indicar que la crisis actual no sería de la misma gravedad que lo fue la crisis del siglo XX. Con lo cual podríamos conjeturar que la recuperación de la economía uruguaya será más rápida y menos traumática para el país.

Alternativas de política económica

Para el mundo

En este apartado intentaremos abordar las políticas y medidas que, a nuestro entender, faltarían desarrollar como forma de asegurar una rápida recuperación de la economía a nivel mundial. Por encima de estos planteos, queremos destacar que consideramos que muchas de las medidas adoptadas, tanto a nivel monetario como fiscal, fueron adecuadas teniendo en cuenta el contexto excepcional en el que debieron ser aplicadas. Mas allá de las consideraciones que puedan existir sobre cuál fue el problema de fondo, a nuestro entender, las circunstancias hacían necesario una masiva inyección de liquidez y estímulos fiscales tendientes a reactivar la economía. Si bien estas medidas atacaban solo algunas consecuencias de la crisis y no la problemática central, las mismas fueron indispensables para evitar una mayor profundización de la misma.

Tal vez una de las mayores lecciones que nos dejó la Gran Depresión fue que la destrucción del comercio genera un importante daño a la economía mundial, ya que se debilita a uno de los principales generadores de riqueza. Por lo tanto, consideramos que los países deben preocuparse por evitar caer nuevamente en medidas proteccionistas que afecten el desarrollo del comercio internacional. Dicha preocupación es de vital importancia para los países emergentes, que han visto en el comercio uno de los principales motores de su desarrollo en los últimos tiempos. En este sentido consideramos que resulta oportuno fomentar y apoyar todas las instancias de cooperación internacional que tengan como objetivo la profundización del comercio, como por ejemplo la Organización Mundial de Comercio (OMC).

Otro aspecto en el que nos conviene detenernos es el relacionado con las instituciones creadas luego de Bretton Woods. Sorprende que instituciones que se supone fueron creadas para tener un rol protagonista en momentos de crisis, hayan tenido tan poca incidencia en los últimos acontecimientos. Si bien, tanto el FMI como el BM tuvieron una destacada participación durante la crisis de la deuda externa en los años '80 y durante las crisis financieras a finales de la década de los años '90, actualmente dichos organismos, principalmente el FMI, no están teniendo el protagonismo que deberían. Desde nuestro punto de vista, consideramos que una lección que nos debería dejar esta crisis es que probablemente el FMI deba cambiar su rol de prestamista de última instancia al de contralor de un sistema financiero internacional, cada vez más globalizado. Asimismo, creemos conveniente que ha llegado el momento de darle mayor protagonismo a los países emergentes en la toma de decisiones del organismo, y terminar con el monopolio casi exclusivo que hasta ahora poseen Estados Unidos y Europa occidental.

Por último es imprescindible adoptar medidas tendientes a enfrentar los problemas centrales que generaron esta crisis. De esta forma, se debería avanzar en regulaciones que aumenten la transparencia de los sistemas

financieros, y disminuyan la posibilidad del surgimiento de problemas de riesgo moral asociados a las falencias de la ingeniería financiera. Para ello, los Bancos Centrales deberán tomar las medidas pertinentes que les permitan realizar un correcto control de la dinámica de sus sistemas bancarios. Por otra parte, surge además la disyuntiva que deben enfrentar los Bancos Centrales con respecto al nuevo rumbo que le deben dar a sus políticas. Las opciones parecen ser retornar a prácticas del estilo de “inflation targeting”, donde el control de precios es el objetivo primario o, por su parte, optar por políticas monetarias más laxas que aseguren la recuperación del sistema financiero con el riesgo de generar presiones inflacionarias.

Para Uruguay

La crisis actual encontró al país en un contexto de fuerte crecimiento con estabilidad macroeconómica y un moderado déficit fiscal. Esta situación le permitió al Uruguay, según los datos recientes, sortear la crisis sin tener que recurrir a medidas excepcionales como las que debieron aplicarse en otros países. Sin embargo, consideramos que las políticas que plantearemos a continuación le permitirían al país posicionarse de mejor forma de cara al futuro.

Debido a la fortaleza que el sistema financiero uruguayo demostró tener frente a esta crisis, el Banco Central no debió preocuparse por utilizar los instrumentos a su disposición con el fin de inyectar liquidez al sistema bancario. En este contexto consideramos que es el momento adecuado para desarrollar políticas tendientes a desdolarizar la economía, permitiendo avanzar hacia una política monetaria más efectiva. Como forma de apuntalar estas medidas creemos que es importante realizar emisiones de deuda en moneda local o en Unidades Indexadas, no solo para disminuir el riesgo tipo de cambio sino también para generar una cultura de ahorro e inversión en pesos.

Por otra parte, si bien el aumento del gasto público fue el factor fundamental para explicar la rápida salida del Uruguay de la crisis, debemos tener en cuenta que la contraparte de esta situación fue un aumento del déficit fiscal. Si bien desde la perspectiva de la teoría económica es correcto que se produzca un aumento del gasto público en momentos de crisis, no debemos olvidar que en Uruguay, este incremento se produce en el marco de una tendencia creciente de los egresos del sector público. A nuestro entender, lo anterior no encaja dentro de lo que sería una definición de políticas contracíclicas, objetivo hacia el cual nuestro país debería avanzar en los próximos años como forma de reducir las fluctuaciones del producto. A su vez, consideramos que la única forma de efectivizar este cambio es a través de la inclusión de una regla fiscal que institucionalice el comportamiento anticíclico del gasto público.

Por último, otro aspecto que debemos considerar es el modelo de inserción del Uruguay en el mundo. Como economía pequeña y abierta, el país será siempre vulnerable ante los shocks externos. Por lo tanto, consideramos que para intentar minimizar los efectos de dichos shocks, el Uruguay debe optar por buscar la mayor cantidad de socios comerciales como le sea posible. Esta propuesta le permitiría, en momentos de crisis de alguno de sus socios comerciales, canalizar sus exportaciones hacia otros mercados. En vista de lo anterior, nos parece oportuno reconsiderar la situación actual del Mercosur, analizando si sus objetivos fundacionales se siguen cumpliendo y si estos continúan siendo beneficiosos para la estrategia comercial de nuestro país.

Todas las medidas que hemos propuesto se enmarcan dentro de un mismo objetivo, lograr que el Uruguay establezca políticas de Estado que permitan concebir una visión de país de largo plazo. Dichas propuestas deberían quedar al margen de los ciclos electorales que han marcado la historia económica del Uruguay.

Bibliografía

Artículos

- Bernanke, B. *“Nonmonetary effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression”*. 1983. American Economic Review.
- Bernanke, B. y Kevin Carey. *“Nominal Wage Stickiness and Aggregate Supply in the Great Depression”*. 1996. Quarterly Journal of Economics.
- Bordo, M., Erceg, C. y Evans, C. *“Money, sticky wages and the Great Depression”*. 1997. International Finance Discussion Papers.
- Cole, H., Ohanian, L. *“The Great Depression in the United States from a Neoclassical perspective”* 1999. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review.
- Eichengreen, B. *“The origins and nature of the Great Slump Revisited”*. 1992. The Economic History Review,
- Eichengreen, B. Temin, P. *“Counterfactual Histories of the Great Depression”*. 2001. Department of Economics University of California, Berkley.
- Eichengreen, B. Temin, P. *“The gold standard and great depression”*. 1997. National Bureau of Economic Research
- Fondo Monetario Internacional. *“World Economic Outlook – April 2009”*. 2009. Fondo Monetario Internacional.
- Hamilton, J. *“Monetary factors in the great depression”*. 1987. Journal of Monetary Economics.

- Romer, C. *“The great crash and the onset of the great depression”*. 1988. National Bureau of Economic Research.
- Smiley, G. *“Historical Recent Unemployment Rate Estimates for the 1920s and 1930s”*. 1983. Cambridge University Press.
- Taylor, J. *“The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong”*. 2008. National Bureau of Economic Research.

Libros

- Bertola, L. *“La industria manufacturera uruguaya 1913-1961”*. 1991. Facultad de Ciencias Sociales. Udelar.
- Friedman, M. Schwartz, A. *“A Monetary History of the United States, 1867-1960”*. 1971. Princeton University Press.
- Millot J., Silva C., Silva L. *“El desarrollo industrial del Uruguay: de la crisis de 1929 a la postguerra”*. 1973. Instituto de Economía, Udelar.
- Tindall, G., Shi, D. *“Historia de los Estados Unidos – Tomo II”*. 1995. TM Editores.

Sitios web

- Banco Central del Uruguay – <http://www.bcu.gub.uy>
- Banco Central Europeo – <http://www.ecb.int>
- Bureau of Economic Analysis – <http://www.bea.gov/>
- Bureau of Labour Statistics – <http://www.bls.gov/>

- Cámara de Industrias del Uruguay – <http://www.ciu.com.uy>
- Diario El País – <http://www.diarioelpais.com.uy>
- Financial Times – <http://www.ft.com>
- Historical Statistics for the World Economy –
<http://www.ggdcd.net/Maddison/>
- Instituto Nacional de Estadística – <http://www.ine.gub.uy>
- Reserva Federal de Estados Unidos – <http://www.federalreserve.gov/>
- Standard & Poor's – <http://www.standardandpoors.com>
- Statistical Office of the European Communities –
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>
- University of Illinois – <http://www.english.illinois.edu/>