

LA CRISIS DEL TREINTA

Juan C. Cachanosky

Introducción

La crisis de los años treinta fue de gran importancia no sólo por su profundidad y duración sino también por los cambios que terminó generando tanto en la teoría económica como en las políticas económicas de la mayor parte de los gobiernos del mundo libre.

El objeto de este artículo es tratar de explicar cuáles fueron los factores que desencadenaron la crisis. Si bien el comienzo de ésta es ubicado en octubre de 1929, podemos encontrar su génesis a principios de la década del veinte.

El sistema monetario durante la Primera Guerra Mundial

En el momento de estallar la guerra estaba vigente en el mundo el sistema monetario conocido con el nombre de patrón oro. La libra esterlina era la moneda con que se realizaban las transacciones internacionales y Londres era el centro financiero del mundo. Los bancos ingleses financiaban gran parte de las transacciones del comercio internacional adelantando a los exportadores los pagos que debían realizar los importadores. Estos últimos se convertían, entonces, en deudores de los bancos ingleses. El comienzo de la Primera Guerra produjo la interrupción de estas transacciones financieras y del comercio internacional.

Inglaterra y Francia impusieron un estricto bloqueo marítimo a Alemania. Los alemanes entendieron que este bloqueo significaba una violación del derecho internacional y por lo tanto decidieron, a partir de febrero de 1915, declarar zona de guerra a las aguas que rodeaban las islas inglesas.¹ Los alemanes tenían mucha confianza en el uso de los submarinos, pero como en aquella época no estaban lo suficientemente perfeccionados no podían distinguir claramente el objetivo atacado. Tres meses más tarde el buque de pasajeros *Lusitania* fue torpedeado y hundido con 1.200 personas a bordo, de las cuales 118 eran ciudadanos norteamericanos. Toda esta situación produjo por un lado escasez de libras esterlinas en el mundo, haciendo subir su cotización de 4,87 dólares a 5,56

¹ En 1909 se había acordado, en materia de comercio internacional, distinguir en los tiempos de guerra entre tres tipos de bienes: 1) los de contrabando absoluto, que consistían en productos bélicos, como armamentos y municiones, 2) los de contrabando relativo, que consistían en bienes que fuesen indirectamente utilizados para cuestiones bélicas como alimentos, combustibles y lubricantes y 3) los libres, por ejemplo algodón y medicamentos. Los aliados pensaron que si respetaban este acuerdo los efectos del bloqueo serían nulos. Para mayor detalle véase G. Hardach, *La Primera Guerra Mundial, 1914-1918*, Barcelona, Crítica, 1986, pp. 19-45.

dólares, y por otro puso en aprietos a los bancos ingleses. Al verse interrumpido el transporte marítimo de oro, sus deudores (los importadores) no podían pagar y por lo tanto los bancos no podían a su vez hacer frente a sus compromisos. El gobierno inglés y el del resto de los países, salvo los Estados Unidos, declararon la inconvertibilidad de sus monedas. El sistema monetario internacional vigente, el patrón oro, había dejado de operar.

El abandono del patrón oro permitió a los países beligerantes financiar sus gastos de guerra sobre la base de fuertes emisiones de dinero. El cuadro I muestra las variaciones de la cantidad de billetes en circulación en los principales países.

CUADRO I
Billetes en circulación
(en millones)

	Inglaterra	Francia	Alemania	Italia	Japón	EE.UU.
Año	£	f	Mk	L	Y	\$
1913	29,6	5.714	2.742	2.783	424	1.069
1918	393,4	31.055	32.787	13.874	1.144	3.693
Var.	1.229 %	443 %	1.096 %	399 %	170 %	245 %

Fuente: *The Economist, monthly supplement*, 26 de enero de 1924, p. 5.

Alemania abandonó el patrón oro el 4 de agosto de 1914 y Francia lo hizo el 5 de agosto. El abandono de la convertibilidad por parte de Inglaterra fue gradual. No se declaró oficialmente la inconvertibilidad, pero el derecho de los ciudadanos ingleses a convertir sus billetes fue sometido paulatinamente a crecientes restricciones. Dado el riesgo que implicaba sacar oro fuera de Inglaterra, las compañías de seguros aumentaron sus primas, y por lo tanto la salida de oro a través del comercio internacional se vio fuertemente limitada. En 1917 se disponen trabas para la exportación de oro y, finalmente, en abril de 1919 se prohíbe oficialmente la exportación de oro. La libra esterlina venía siendo sostenida en el mercado por la J. P. Morgan & Company, que financiaba especialmente las importaciones de Inglaterra y Francia. El 20 de marzo de 1919 J. P. Morgan decidió dejar de sostener la libra con sus compras y a partir de ese momento su valor comienza a caer en el mercado. El mes siguiente el gobierno inglés declara oficialmente la inconvertibilidad. El tesoro del gobierno americano trató de sostener parcialmente el precio de la libra pero el 30 de junio desistió; el precio de la moneda inglesa comenzó entonces a caer más rápidamente, como se puede ver en el cuadro II.

Los Estados Unidos no abandonaron el patrón oro, pero en junio de 1917 se realizaron una serie de enmiendas a la ley de la Reserva Federal que permitían una mayor "elasticidad" en la creación de billetes. Se autorizaba a la Reserva Federal a emitir billetes contra títulos públicos. En realidad, desde la creación de

la Reserva Federal hubo más de cien enmiendas que fueron desvirtuando los mecanismos del patrón oro.²

CUADRO II
Paridad libra esterlina/dólar
(cantidad de dólares por libra)

Mes	1919	1920	1921
Enero	4.7658	3.6779	3.7419
Febrero	4.7648	3.3810	3.8758
Marzo	4.7147	3.7258	3.9111
Abril	4.6617	3.9310	3.9292
Mayo	4.6676	3.8477	3.9753
Junio	4.6211	3.9497	3.7815
Julio	4.4287	3.8647	3.6321
Agosto	4.2720	3.6219	3.6536
Septiembre	4.1790	3.5102	3.7240
Octubre	4.1840	3.4751	3.8728
Noviembre	4.0982	3.4372	3.9702
Diciembre	3.8123	3.4923	4.1561

Fuente: Lionel Robbins, *The Great Depression*, Londres, Macmillan and Co., Limited, 1934, p. 235.

La caída en el precio de la libra esterlina provocaba dificultades para el retorno al patrón oro. El Banco de Inglaterra quería retornar a la convertibilidad a la paridad existente antes de la guerra, o sea 1/4 de onza de oro o, lo que es igual, una paridad frente al dólar de 4,87. Para lograr este objetivo tenía básicamente dos opciones: 1) provocar una deflación monetaria, o sea quitar de circulación la cantidad suficiente de billetes hasta que los precios internos, oro y dólar incluidos, bajasen hasta los niveles de preguerra, y 2) aceptar una devaluación de la libra esterlina. Como veremos más adelante, ninguna de las dos parecía políticamente viable y se buscó una salida, que en definitiva sería la principal responsable del *crack* de octubre de 1929. Pero además de estos desajustes monetarios (y fiscales) Estados Unidos ejecutó una política de comercio exterior que complicaría aun más la situación.

La ley Fordney-McCumber

Luego de la guerra los Estados Unidos habían pasado de ser un país deudor a ser uno acreedor. Europa era su principal deudora. Entre algunos legisladores republicanos estaba claro que para que Europa pudiera pagar debía poder exportar, y por lo tanto estos legisladores, aunque no recomendaban una

² Véase Hans F. Sennholz, *The Age of Inflation*, Belmont, Western Islands, 1979, cap. IV.

reducción de la protección arancelaria americana, sugerían evitar cualquier elevación de los impuestos a las importaciones.³

Sin embargo, las elecciones de 1920 le dieron la victoria a Warren G. Harding, partidario de elevar la protección arancelaria; de esta manera, en 1921 se sancionó una ley elevando los impuestos a las importaciones de los productos agrícolas, pero en 1922 se puso en vigor la ley de protección industrial, que tuvo una repercusión mucho más fuerte. Estas leyes proteccionistas son conocidas como *Fordney-McCumber Tariffs*.

Las tarifas de la ley Fordney-McCumber se encuentran entre las más altas de la historia de los Estados Unidos.⁴ El economista norteamericano Frank W. Fetter condenó este proteccionismo de la siguiente manera:

Los productores de aquellos bienes sujetos a competencia externa fueron "protegidos" por tarifas elevadas, promesas de tarifas aun más altas por parte de la Comisión de Tarifas si fuera "necesario", y se les explicó a aquellos interesados en el comercio internacional cómo el Departamento de Comercio iba a abrir grandes mercados en el exterior. Los créditos externos fueron glorificados por los mismos líderes políticos que querían mayores y mejores restricciones al comercio, pero se olvidaron por completo de los problemas para el repago de tales créditos [. . .]. Un tremendo volumen de créditos externos hizo posible que las exportaciones superaran a las importaciones [. . .] y el secretario Mellon y otros defensores de la política proteccionista acusaban de ridículos a aquellos que habían profetizado que la ley Fordney-McCumber tendría efectos perjudiciales para nuestro comercio internacional.⁵

Lo que los proteccionistas no lograron entender es que las trabas a las importaciones son al mismo tiempo trabas a las exportaciones. Si Europa no podía vender en los mercados europeos entonces tampoco podía contar con las divisas necesarias para comprar en el extranjero y esto perjudicaba a las exportaciones norteamericanas. La situación se complicaba aun más debido al endeudamiento en que habían incurrido algunos países de Europa con los Estados Unidos durante la guerra. La falta de exportaciones hacía difícil el pago de la deuda. El congreso de los Estados Unidos había autorizado créditos a los aliados durante la guerra, y cuando ésta terminó, los créditos continuaron y llegaron a un

³ Véase Benjamin M. Anderson, *Economics and the Public Welfare*, Indianapolis, Liberty Press, 1979, pp. 100-103

⁴ Para un análisis detallado de la ley Fordney-McCumber véase Abraham Berglund, "The Tariff Act of 1922", *American Economic Review*, marzo de 1923. Realizar un promedio de los impuestos aduaneros pagados sobre el total de importaciones no refleja con exactitud el alcance del proteccionismo de esta ley; en el artículo de Berglund se pueden encontrar varios ejemplos y cuadros comparativos, respecto de períodos anteriores, de las modificaciones arancelarias sobre productos específicos.

⁵ Frank W. Fetter, "Tariff Policy and Foreign Trade", en J. G. Smith (comp.), *Facing the Facts*, Nueva York, G. P. Putnam's Sons, 1932, p. 83, citado por M. N. Rothbard, *America's Great Depression*, Kansas City, Sheed and Ward, Inc., p. 129.

monto total de aproximadamente 10.000 millones de dólares. Las economías de los países beligerantes habían quedado, como es obvio, muy deterioradas por la guerra, lo que hacía difícil el pago de esta deuda. La ley Fordney-McCumber venía a empeorar aun más la situación.

La conferencia de Génova

Finalizada la guerra el sistema monetario internacional había quedado totalmente desarticulado. Los países luchaban por retornar al patrón oro, pero había que resolver el tema de las paridades entre las monedas y los déficit fiscales que complicaban el retorno al sistema monetario vigente antes de la guerra.

En abril y mayo de 1922 se reunió en Génova un grupo de expertos en temas monetarios que puso fin al mecanismo de ajuste del patrón oro que operaba antes de la Primera Guerra Mundial, y dio nacimiento a un nuevo sistema monetario internacional: *el patrón cambio oro*. El paso del patrón oro al patrón cambio oro hacía más "elástica" la oferta monetaria de los países, puesto que autorizaba a los bancos centrales a mantener reservas no sólo en oro sino en monedas convertibles a oro, y también los autorizaba a intervenir en el mercado para "moderar" las grandes fluctuaciones del precio del oro. En las resoluciones 8, 9 y 11, que reproducimos a continuación, se establecen los puntos más importantes.

Resolución 8: El próximo paso será determinar y dar el valor en oro de las unidades monetarias. Este paso puede darse en cada país sólo cuando las circunstancias económicas lo permitan, ya que el país tendrá que decidir entonces el problema de si adopta la vieja paridad o una nueva que se aproxime al valor de cambio de la unidad monetaria en ese momento.

Resolución 9: Estos pasos pueden por sí mismos ser suficientes para establecer un patrón oro, pero el éxito de su mantenimiento será materialmente promovido, no sólo por la colaboración propuesta de los bancos centrales, sino además por una convención internacional a ser adoptada en el momento propicio. El propósito de la convención *será centralizar y coordinar la demanda de oro, y de esta manera evitar las grandes fluctuaciones en el poder adquisitivo del oro*, que de otro modo podrían resultar de los esfuerzos competitivos simultáneos de un cierto número de países para asegurarse reservas metálicas. La convención *debe crear alguna forma de economizar el uso de oro mediante el mantenimiento de reservas en la forma de balances internacionales, como, por ejemplo, el patrón cambio oro, o un sistema de compensaciones internacionales.*

Resolución 11: 1. Los gobiernos de los países participantes declaran que la restauración del patrón oro es su último objetivo, y están de acuerdo en llevar adelante, tan rápido como puedan, el siguiente programa:

a) Para tener, un control de su propia moneda cada gobierno debe enfrentar sus gastos anuales sin recurrir a la creación de medios fiduciarios o créditos para ese propósito

b) El próximo paso será, tan rápido como las circunstancias económicas lo permitan, determinar y dar el valor en oro de la unidad monetaria. Éste no tiene que ser necesariamente la paridad oro anterior.

c) El valor del oro así fijado debe hacerse efectivo en un mercado cambiario libre.

d) El mantenimiento del valor oro del circulante debe asegurarse mediante la provisión de una adecuada reserva de activos acordados, que *no tienen por qué ser necesariamente oro*.

2. Cuando el progreso lo permita, algunos de los países participantes establecerán un mercado libre del oro y se convertirán en centros de oro.

3. Un país participante, además de las reservas en oro de que disponga dentro, puede mantener en otros países participantes reservas de activos acordados en la forma de saldos bancarios, billetes, títulos de corto plazo u otros recursos líquidos adecuados.

4. La práctica usual de un país participante será comprar y vender divisas en otros países participantes dentro de una fracción prescripta de paridad, a cambio de su propia moneda.

5. *La Convención estará así basada en un patrón cambio oro*. La condición para continuar siendo miembro será el mantenimiento de la moneda nacional en su valor prescripto. Una falla en este respecto habilitará la suspensión del derecho de mantener saldos de reservas en otros países participantes.

6. Cada país será responsable por las medidas legislativas y de otro tipo necesarias para mantener el valor internacional de su moneda a la par, y será totalmente libre de diseñar y aplicar los medios, sea a través de la regulación del crédito por parte de los bancos centrales o por otro camino.

7. *El crédito será regulado, no sólo con el objetivo de mantener la moneda a la par respecto de otras, sino también con el objetivo de evitar fluctuaciones excesivas en el precio del oro*. No se contempla, sin embargo, que la discreción de los bancos centrales esté encadenada por ninguna regla definitiva diseñada para este propósito, sino que sus colaboraciones hayan estado aseguradas fuera de la competencia de los países participantes.⁶

Estas resoluciones dejan entrever algunos errores conceptuales acerca de lo que es el patrón oro, que son los siguientes: 1) en un sistema monetario basado

⁶ Extraídas de Gustav Cassel, *The Downfall of the Gold Standard*, Oxford at the Clarendon Press, 1936, pp. 27- 30. .

en el patrón oro los billetes son simplemente una deuda de los bancos emisores de esos billetes para pagar oro a la vista y al portador; por lo tanto, hablar de una "nueva paridad" equivale a hablar de cuál es la parte de la deuda que los bancos emisores están dispuestos a pagar. Volver a la "paridad" de preguerra significa reconocer la totalidad de la deuda asumida; por el contrario, realizar una "devaluación" equivale a repudiar parte de la deuda. Todos los poseedores de billetes recibirán menos oro del que se les debe; 2) en las resoluciones citadas se habla de los billetes como si éstos fuesen la moneda y del oro como si se tratase de un bien al que hay que fijarle un precio (paridad), cuando en realidad la moneda y la unidad de cuenta es el mismo oro, siendo los billetes, como ya dijimos, simples recibos del oro. Sin darse cuenta los expertos que se reunieron en Génova habían caído en la ilusión de creer que los billetes, y no el oro, eran la moneda y la unidad de cuenta.

El Pacto de Génova sugería, en definitiva, la adopción de un sistema monetario que permitiera a los gobiernos regular la cantidad de dinero con el fin de mantener "estable" el poder adquisitivo del dinero, evitando "grandes" fluctuaciones en el precio del oro; el nuevo sistema monetario también permitiría a los gobiernos regular las tasas de interés a través de operaciones de mercado abierto, ya que los bancos centrales podrían emitir billetes no sólo contra oro, sino además contra divisas convertibles a oro y contra títulos públicos y privados (Resolución 11, punto 3).

Economistas de gran reputación internacional saludaron favorablemente la adopción del nuevo sistema monetario: el patrón cambio oro. En la profesión empezó a predominar la idea de que la meta de toda política monetaria debería ser la estabilidad en el "nivel" de precios. El profesor Irving Fisher sostuvo, por ejemplo, que la Conferencia de Génova "sirvió durante años como una potente coraza para los defensores de una moneda estable en todo el mundo"⁷ Sin embargo, como veremos, debido a este sistema monetario, el patrón *cambio* oro, se produce un auge espectacular en las cotizaciones de las acciones, para terminar con el derrumbe del 24 de octubre de 1929.

La gestación del *boom* bursátil

Habíamos visto que la libra esterlina, la principal moneda del mundo antes de la Primera Guerra Mundial, había quedado muy debilitada después de la guerra. Su paridad con el dólar, que antes de la guerra era de 4,87 dólares por libra, había caído hasta un mínimo de 3,38 en febrero de 1920. Luego de este pico mínimo

⁷ Irving Fisher, *Stabilized Money*, Londres, George Allen and Unwin, 1935, p. 282. A fines de 1920 y principios de 1921 Fisher ya había organizado la *Stable Money League*. En Europa, entre los economistas que apoyaban la idea de una política de estabilización se encontraban Arthur C. Pigou, Ralph G. Hawtrey, Knut Wicksell, Gustav Cassel y John M. Keynes. Para una crítica detallada de esta posición véase L. von Mises, "Stabilization of the Monetary Unit – From the Viewpoint of Theory" y "Monetary Stabilization and Cyclical Policy", -en L. von Mises, *On the Manipulation of Money Credit*, Nueva York, Free Market Books, 1978.

comienza a recuperarse y alcanzar un máximo de 4,69 en febrero de 1923, para comenzar a caer nuevamente hasta 4,30. Como Inglaterra quería volver a la convertibilidad con la paridad de preguerra todavía necesitaba aumentar su valor frente al oro y al dólar en un 13 % aproximadamente.

Con la ley Fordney-McCumber Estados Unidos había cerrado sus puertas a las importaciones y corría peligro de que sus propias exportaciones cayeran. Una devaluación del dólar frente a las monedas extranjeras podía entonces cumplir un doble propósito: 1) ayudar a Inglaterra a volver a la convertibilidad con la paridad de preguerra y 2) alentar las exportaciones de productos norteamericanos.

Las enmiendas a la ley de la Reserva Federal y el pacto monetario de Génova daban la suficiente flexibilidad a las autoridades monetarias como para manejar la cantidad de moneda y lograr el objetivo de hacer bajar el precio del dólar.

El presidente de los Estados Unidos, Warren G. Harding, había nombrado al frente de la Reserva Federal a Daniel R. Crissinger, quien no tenía otra aptitud para ser presidente de esta institución que la de ser amigo personal del Presidente.⁸ Para él la Reserva Federal era simplemente un instrumento político, pero su ignorancia lo hizo caer bajo el dominio de Benjamín Strong.⁹ Fue Strong el que dio impulso a una política monetaria expansiva tendiente a reducir la tasa de interés en los Estados Unidos, medida destinada a provocar la salida de dólares hacia Europa para hacer bajar su precio. Con esta política se ayudaría a Inglaterra a acercar su moneda a la paridad de preguerra y a Estados Unidos a alentar sus exportaciones.

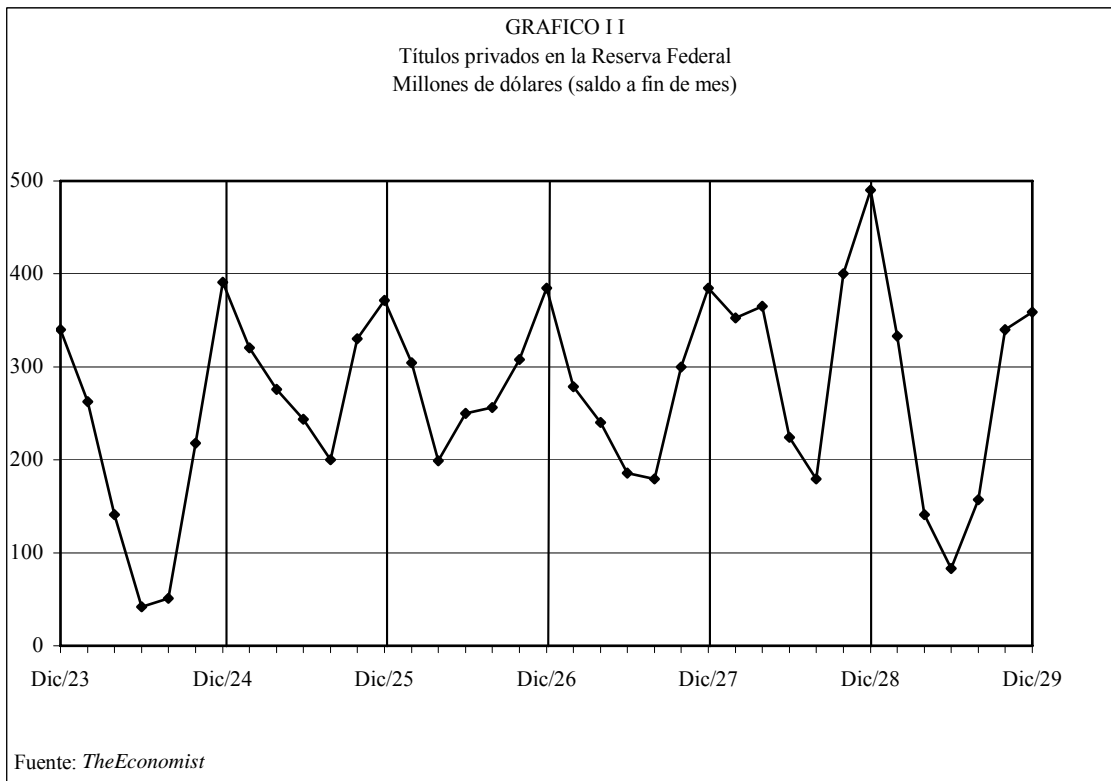
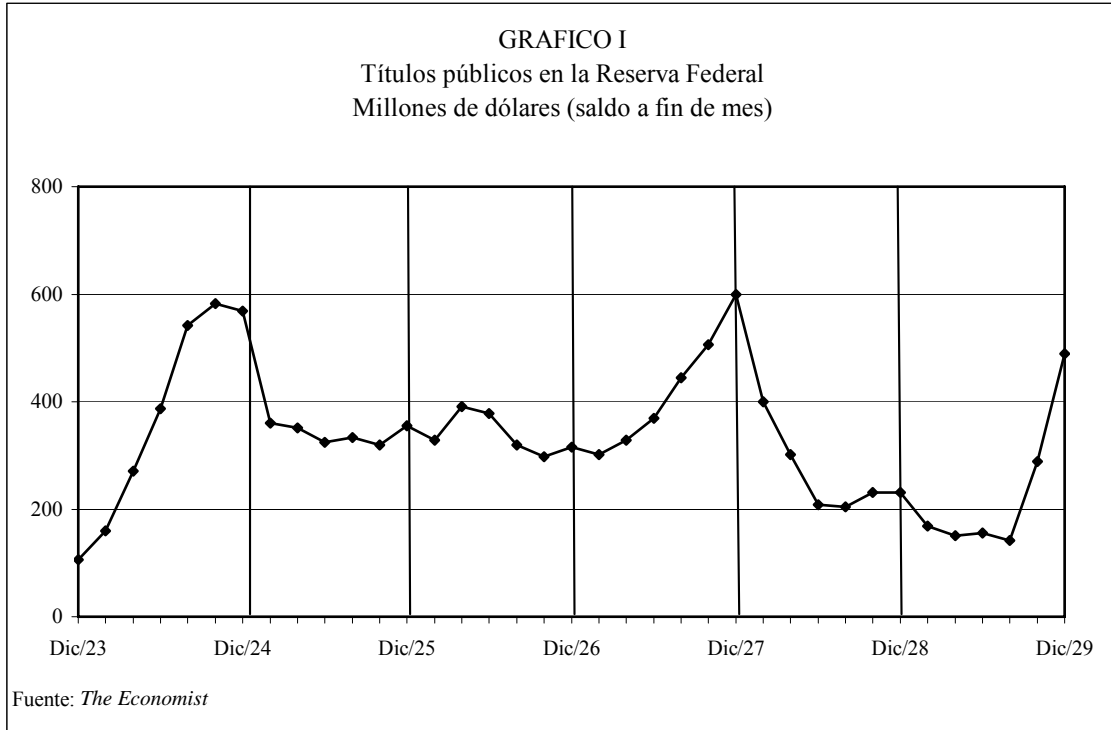
Durante la década de los años veinte la Reserva Federal puso en práctica una serie de políticas tendientes a reducir la tasa de interés. En 1924 y luego en 1927 efectuó fuertes operaciones de mercado abierto comprando títulos públicos (véase gráfico I). También realizó compras de títulos privados (como se puede ver en el gráfico II). Y por último, en 1925 y 1927 también llevó a cabo una política expansiva en materia de redescuentos (gráfico III). La revista *The Economist*, comentando el colapso de Wall Street, decía en noviembre de 1929:

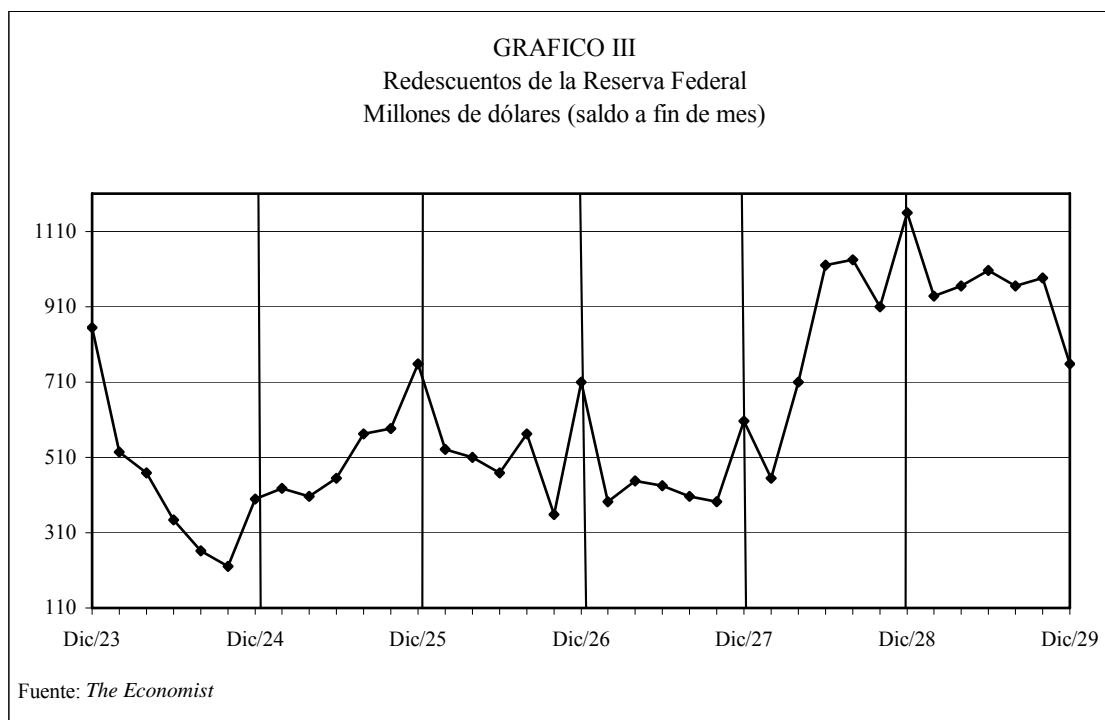
La historia del alza y caída en las cotizaciones puede relatarse brevemente a través de los números índices de los precios de las acciones preparados por la Standard Statistics Co. Los comienzos del movimiento pueden buscarse en la adopción de una política de "dinero fácil" por las autoridades de la Reserva Federal a partir de 1924, pero el período de mayor auge comenzó en 1926.¹⁰

⁸ Benjamin M. Anderson, op. cit., p. 129.

⁹ Benjamin Strong era el presidente de la Reserva Federal de Nueva York, y se caracterizaba por su personalidad dominante.

¹⁰ *The Economist*, 2 de noviembre de 1929, p. 824.





Gran parte de la liquidez generada por la Reserva Federal fue canalizada hacia los llamados *Broker's loans* (créditos a corredores de bolsa), que eran créditos destinados a operaciones bursátiles. El cuadro III muestra la evolución de los *Broker's loans*.

CUADRO III
Broker's loans en la ciudad de Nueva York
 (en millones de dólares)

Fecha	Total	Fecha	Total
31/12/20	1.080	29/08/28	4.235
31/12/21	1.190	26/12/28	5.091
31/12/22	1.860	20/03/29	5.793
31/12/23	1.580	21/08/29	6.085
31/12/24	2.230	09/10/29	6.713
31/12/25	3.550	23/10/29	6.634
06/01/26	3.141	30/10/29	5.538
31/08/27	3.184	27/11/29	3.450
28/12/27	3.718	31/12/29	3.424

Fuente: *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970*, U. S. Department of Commerce, p. 1009, y Benjamin M. Anderson, *Economics and the Public Welfare*, Liberty Press, 1979, p. 200.

Las tasas de interés fueron inducidas a la baja por la Reserva Federal a través de estas operaciones de mercado abierto, y la tasa de redescuento se mantuvo durante casi toda la década del veinte por debajo de las tasas de interés de mercado. Que los cambios en la tasa de redescuentos que efectuaba la Reserva Federal no eran demasiado justificados queda más o menos explicado por la sorpresa con que tomaba a los mercados. Cuando la Reserva Federal bajó, a principios de marzo, la tasa de redescuento de 4,5 % a 4 % la revista *The Economist* dijo: "La reducción vino como una sorpresa. Los banqueros generalmente creían que la tasa iba a ser reducida más tarde, probablemente a mediados del verano, pero pocos esperaban tal acción en este momento".¹¹ Cuando la Reserva Federal subió la tasa de redescuento de 3 % a 3,5 % la revista volvió a decir: "El aumento en la tasa de redescuento de la Reserva Federal anunciado ayer por la tarde fue una especie de sorpresa en el distrito financiero".¹² El gráfico IV muestra el comportamiento de las tasas de interés para documentos comerciales y de la tasa de redescuentos de la Reserva Federal.

Esta política crediticia expansiva llevada a cabo por la Reserva Federal produjo, como era de esperar, un auge en la bolsa de comercio muy por encima del que debería reflejar el crecimiento de la economía norteamericana. El cuadro IV y el gráfico V muestran el espectacular crecimiento del precio de las acciones en Wall Street.

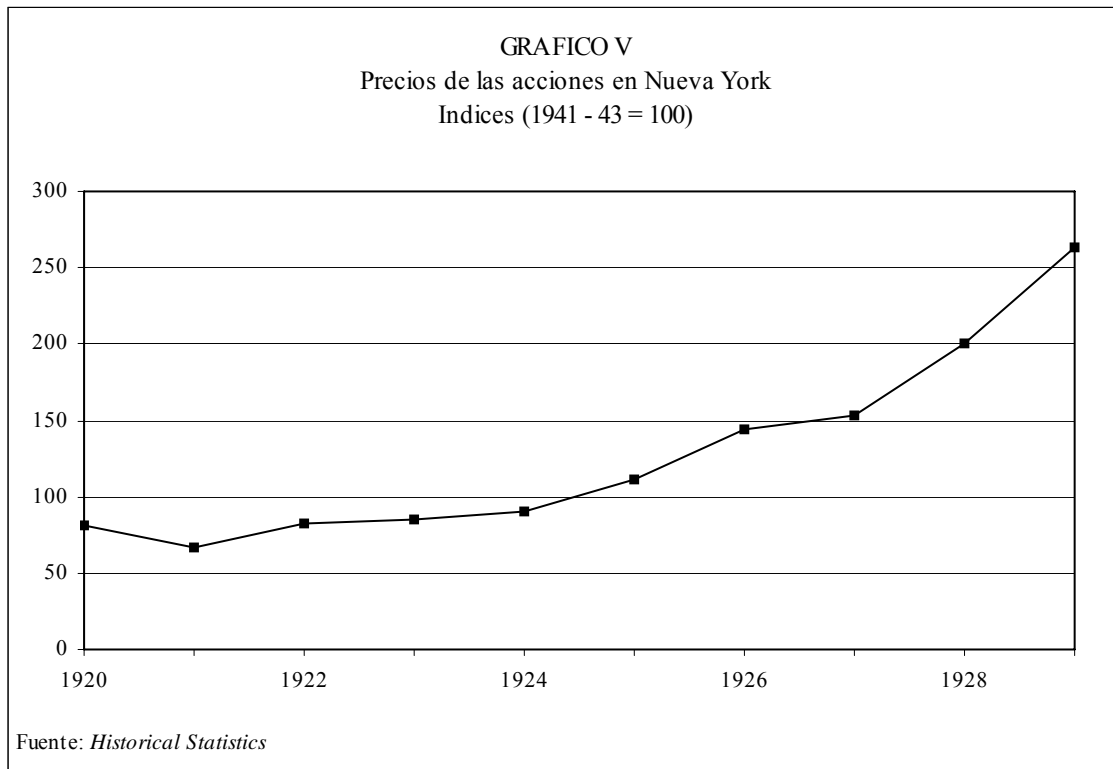
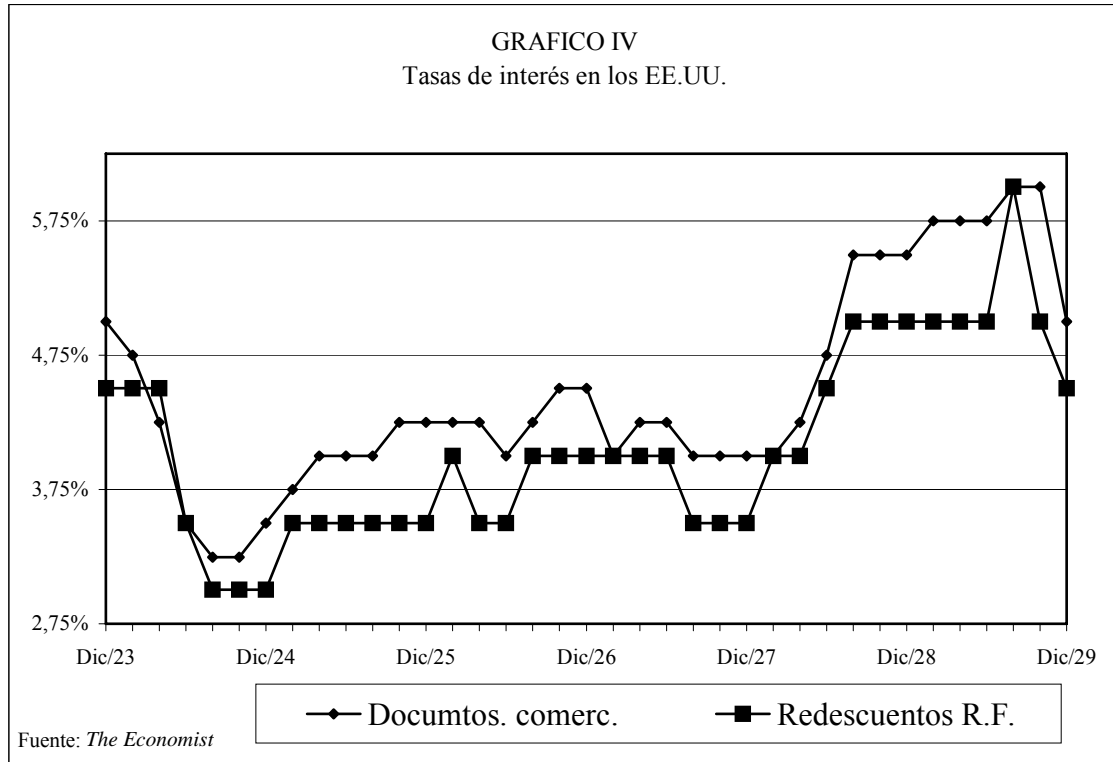
CUADRO IV
Indice de precios de acciones
(1941-43 = 100)

1920	79,8	1925	111,5
1921	68,6	1926	125,9
1922	84,1	1927	153,4
1923	85,6	1928	199,5
1924	90,7	1929	260,2

Fuente: *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970*, U. S. Department of Commerce, p. 1004.

¹¹ *The Economist*, 17 de marzo de 1924, p. 1007

¹² *Ibíd.*, 14 de marzo de 1925, p. 499.



La política crediticia de la Reserva Federal provocó controversias en los Estados Unidos; al respecto nos dice Benjamin M. Anderson, quien fue además una de las voces que se alzaron en contra de esta política de la Reserva Federal:

Este proceso no transcurrió sin críticas. El *Chase Economic Bulletin* lo criticó una y otra vez a medida que se desarrollaba. Una y otra vez, a lo largo de este período, el *Commercial and Financial Chronicle* de Nueva York, en fuertes editoriales, atacó la política de la Reserva Federal que producía esta gran expansión crediticia y advirtió sobre sus consecuencias. Una y otra vez durante el proceso de expansión H. Parker Willis, profesor de banca en la Universidad de Columbia y anteriormente secretario del directorio de la Reserva Federal, manifestó sus advertencias. Dentro del mismo Sistema de la Reserva Federal hubo oposición y resistencia. El Banco de la Reserva Federal de Chicago quiso apartarse de esa política, especialmente en 1927, pero fue obligado a reducir su tasa de redescuento a través de una votación del directorio de la Reserva Federal. Seay, gobernador de la Reserva Federal de Richmond, protestó. La influencia de W. P. G. Harding, quién luego de abandonar el directorio de la Reserva Federal pasó a ser gobernador de la Reserva Federal de Boston, estaba fuertemente a favor de una política sólida. Dentro del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, el Dr. W. Randolph Burgess, autor del excelente libro *The Reserve Banks and the Money Market*, estaba decididamente del lado conservador, aunque su influencia en el banco estaba reducida debido a su comparativa juventud y a pesar de que estaba inhibido por su gran afecto y lealtad personal a su jefe, Benjamin Strong.

El sistema estaba a la deriva. Era difícil centrar responsabilidades, en especial después de que el directorio de la Reserva Federal perdió esperanza y coraje cuando W. P. G. Harding fue destituido del directorio por el presidente de los Estados Unidos Harding, y Crissinger fue puesto en su lugar.¹³

También A. C. Miller, que según Lionel Robbins era el miembro de más experiencia dentro del directorio de la Reserva Federal, había señalado:

En el año 1927 [. . .] ustedes notarán el pronunciado incremento de tenencias [de bonos del gobierno norteamericano] durante la segunda mitad del año. Acoplado con las fuertes compras de aceptaciones fue la operación más grande y audaz jamás llevada a cabo por el Sistema de la Reserva Federal, y, a mi juicio, ¡terminó en uno de los más costosos errores cometidos por esta institución o cualquier otro sistema bancario en los últimos 75 años! [. . .].

¿Cuál era el objetivo de la política de la Reserva Federal en 1927? Era reducir las tasas de interés, la tasa interbancaria entre ellas, debido a la

¹³ Benjamin M. Anderson, op. cit., p. 146.

importancia internacional que la tasa interbancaria había adquirido. El propósito era provocar una salida de oro, para revertir la previa entrada de oro en este país.¹⁴

La Reserva Federal estaba sembrando las semillas de una crisis financiera, y este hecho fue señalado, como vemos, por varios expertos en materia monetaria y bancaria.

La situación en Europa

Inglaterra, como vimos anteriormente, quería volver al patrón oro a la misma paridad de preguerra. La política monetaria de la Reserva Federal facilitó en gran medida el restablecimiento de la paridad libra-dólar. El cuadro V muestra la evolución de la cotización de la libra esterlina.

CUADRO V
Paridad libra esterlina/dólar
(cantidad de dólares por libra)

Mes	1922	1923	1924	1925	1926
Enero	4,2247	4,6546	4,2591	4,7816	4,8578
Febrero	4,3620	4,6908	4,3077	4,7724	4,8633
Marzo	4,3757	4,6956	4,2906	4,7762	4,8608
Abril	4,4133	4,6554	4,3512	4,7953	4,8622
Mayo	4,4461	4,6256	4,3608	4,8547	4,8615
Junio	4,4518	4,6146	4,3198	4,8604	4,8601
Julio	4,4463	4,5833	4,3703	4,8596	4,8634
Agosto	4,4646	4,5603	4,4994	4,8569	4,8586
Septiembre	4,4307	4,5422	4,4605	4,8464	4,8541
Octubre	4,4384	4,5237	4,4870	4,8428	4,8503
Noviembre	4,4799	4,3821	4,6096	4,8458	4,8487
Diciembre	4,6098	4,3601	4,6958	4,8498	4,8512

Fuente: Lionel Robbins; *The Great Depression*, Londres; Macmillians and Co., Limited, 1934, p.235.

Este aumento en el precio de la libra esterlina no fue el resultado de una mejora en la economía inglesa sino el de la reducción en las tasas de interés impulsada por la Reserva Federal. En otras palabras, la recuperación de la libra esterlina frente al dólar dependía de que la Reserva Federal continuara con su política crediticia expansiva que provocaba salida de dólares hacia Europa.

¹⁴ Citado por Lionel Robbins en *The Great Depression*, Londres, Macmillan and Co., limited, 1934, p. 53.

El aumento del valor de la libra ocasionó problemas en el balance comercial inglés, sus exportaciones se vieron alentadas y sus importaciones desalentadas (véase cuadro VI).

CUADRO VI
Exportaciones e importaciones inglesas
(en libras esterlinas)

	1924	1925	1926	1927
Exportaciones	800.966,8	773.086,4	653.046,9	709.105,4
Importaciones	1.277.439,1	1.322.858,2	1.241.361,3	1.219.387,4
Saldo	- 476.472,3	- 589.771,8	- 588.314,4	- 510.282,0

Fuente: *The Economist, Commercial History*, 1924-1928.

Inglaterra tenía sobrevaluada su moneda en aproximadamente un 10%.¹⁵ Además de esta sobrevaluación la economía del país estaba perdiendo flexibilidad. La creciente legislación había creado rigideces que impedían un buen reajuste de sus precios. La fuerza que habían adquirido los sindicatos hizo que la desocupación alcanzara niveles muy altos durante toda la década de 1920. Y así Inglaterra, que había logrado poner cierto orden en sus finanzas públicas y en su política monetaria a comienzos de la década, perdió el control de ambas luego de la vuelta a la convertibilidad de su moneda; ahora tenía, además de controles de precios y salarios, una moneda sobrevaluada. Pero en agosto de 1925 se agregaron nuevos problemas, puesto que el Banco de Inglaterra decidió reducir la tasa de redescuentos del 5% al 4,5%, y en octubre al 4%. En diciembre la volvió a subir al 5% y la mantuvo así durante todo 1926, pero en abril de 1927 la redujo nuevamente al 4,5%, dejándola en este nivel hasta comienzos de 1929. El déficit en el comercio internacional inglés, en especial con los países europeos, y la reducción de la tasa de redescuentos por parte del Banco de Inglaterra dieron origen a una gran acumulación de libras esterlinas en los bancos centrales europeos, sobre todo en los de Francia y Alemania, que al contrario de Inglaterra mantuvieron tasas de interés relativamente altas.

Luego de la guerra las finanzas y la economía francesa cayeron en un gran desorden, que perduró hasta mediados de 1926. El balance del Banco de Francia correspondiente al período 1924-25 fue falsificado para ocultar excesos en los límites legales de emisión.¹⁶ Al darse a conocer esta maniobra el precio del franco se derrumbó en los mercados internacionales (véase cuadro VII).

¹⁵ Véase Benjamin M, Anderson, op. cit., p. 172; Lionel Robbins, op. cit., pp. 77 -85 ; Murray N. Rothbard, op. cit., p. 131.

¹⁶ El barón Rothschild, director del Banco, amenazó con que él mismo haría pública la falsificación si el Banco de Francia no daba a conocer oficialmente el hecho. Para mayor detalle véanse los artículos de la revista *The Economist*, "The Crisis in France" y "France", 18 de abril de 1925, pp. 746 y 756 respectivamente.

CUADRO VII
Cotización del franco francés en Nueva York
(centavos de dólar por franco)

27 – dic –23	5,1175	30 – dic- 26	3,9500
26 – jun- 24	5,3075	20 – jun - 27	3,9125
31 –dic- 24	5,4300	28 – dic - 27	3,9350
25 – jun -25	4,5950	27 – jun - 28	3,9288
30 – dic- 25	3,7050	26 – dic - 28	3,9137
24 - jun - 26	2,9250		

Fuente: *The Economist*, varios números.

A mediados de 1926 Poincaré se hizo cargo de la administración de las finanzas públicas. Había prometido equilibrar el presupuesto a través de menores gastos y más impuestos, y logró llevar a la práctica sus promesas. En el cuadro VII podemos ver que el franco se recuperó notablemente con estas medidas. Al mismo tiempo que Inglaterra sobrevaluaba su moneda y se lanzaba a una fuerte expansión crediticia en 1926, reduciendo sus tasas de interés, Francia saneaba sus finanzas y fortalecía su moneda sobrevaluándola levemente. Inglaterra perdía capitales y Francia los absorbía; los ingleses, por supuesto, atribuían el desequilibrio a la sobrevaluación del franco y a que Francia no volvía oficialmente al patrón oro.

En Alemania, luego de la gran hiperinflación de 1923, se inauguró, en 1924, el Plan Dawes, tendiente a solucionar la deuda de reparaciones de guerra que tenía este país, especialmente con Inglaterra y con Francia. Los franceses, sobre todo, habían ejercido mucha presión para cobrar la deuda de los alemanes, hasta el punto de ocupar la cuenca del Rhur. Los alemanes tenían el mismo problema que los franceses: tenían que equilibrar las cuentas del presupuesto y estabilizar la moneda, pero además debían pagar las reparaciones de guerra.¹⁷

Para resolver estos problemas Alemania recibió un préstamo de 200 millones de dólares, que tenía como objetivo ayudar a estabilizar el precio del marco y ayudar a pagar los compromisos de reparaciones del primer año. Se creó un nuevo banco de emisión que debía mantener 1/3 de reservas en oro y volver inmediatamente a la convertibilidad.

La vuelta a la convertibilidad, el saneamiento de las finanzas públicas y el apoyo norteamericano al plan Dawes provocaron una gran confianza que determinó una fuerte afluencia de capitales hacia Alemania. Podemos concluir

¹⁷ Para un análisis detallado de la hiperinflación y de la recuperación de la moneda alemana véase Lord D'Aberton, "German Currency: Its Collapse and Recovery, 1920-1926", *Journal of the Royal Statistical Society*, vol. XC, Part 1, 1927, pp. 1-40; también Hans F. Sennholz, op. cit., pp. 79- 87.

entonces que a partir de 1925 y 1926 Inglaterra adoptó una política monetaria expansiva y redujo las tasas de interés. Francia y Alemania se comportaron en forma contraria. Inglaterra empezó a perder capitales, mientras que Francia y Alemania los recibían. La inversión se desalentó en Inglaterra y se expandió en Francia y Alemania; las cosas estaban ocurriendo al revés de lo que predice la teoría keynesiana: donde había altas tasas de interés la inversión crecía y donde las tasas de interés eran bajas se desalentaba.

Esta situación hizo que los bancos centrales europeos acumularan una cantidad creciente de libras esterlinas. Como vimos con el Pacto de Génova, los bancos centrales tenían mayor flexibilidad para emitir dinero no sólo contra oro sino además contra divisas convertibles a oro. El balance de pagos deficitario de Inglaterra aumentaba la oferta de libras en el continente y los bancos centrales con el fin de mantener las paridades de las monedas para no ver perjudicadas sus propias exportaciones, procedieron a comprar las libras. El Banco de Francia, en especial, acumuló en muy poco tiempo una gran cantidad de moneda inglesa. En noviembre de 1926 el Banco de Francia tenía 5.300.000 libras, en febrero de 1927 aumentaron a 20.000.000, en abril a 60.000.000 y en mayo llegaron a 120.000.000.¹⁸ Los ingleses seguían manteniendo una tasa de interés relativamente baja; si hubiesen saneado su moneda y liberado la tasa de interés hubiesen podido frenar la salida de capitales. Pero el presidente del Banco de Inglaterra, Montagu Norman, prefería una política de dinero fácil.

Émile Moreau, del Banco de Francia, considerando que era peligroso mantener una cantidad tan grande de libras esterlinas como reservas, decidió empezar a cambiarlas por oro, con lo cual se ponía en apuros al Banco de Inglaterra, que debía entregar el oro a cambio de las libras. Norman trató varias veces de convencer a Moreau de que desistiera y de que tuviera confianza en la libra, y trató de inducir a algunos bancos centrales continentales para que ejercieran cierta presión sobre Moreau. Pero éste estaba decidido a llevar adelante el cambio de libras por oro.

Norman buscó ayuda en su amigo Benjamin Strong, de la Reserva Federal de Nueva York, para realizar una reunión de banqueros centrales con el fin de disuadir de su política al Banco de Francia. Dicha reunión se llevó a cabo en julio de 1927 en Nueva York y participaron Norman por el Banco de Inglaterra, Strong por la Reserva Federal de Nueva York, Charles Rist por el Banco de Francia y Hjalmar Schacht por el Reichsbank. Norman y Strong trataron de disuadir a Rist y Schacht de llevar adelante una política crediticia expansiva con el objeto de reducir las tasas de interés. La conferencia fracasó; Rist y Schacht volvieron a sus países mientras que Norman y Strong diseñaron una nueva expansión del crédito en los Estados Unidos. Como vimos en una cita anterior A. C. Miller, del directorio de la Reserva Federal, se opuso firmemente a esta política pero fue vencido por Norman y Strong.

¹⁸ Charles P. Kindleberger, *La crisis económica, 1929-1939*, Barcelona, Editorial Crítica, 1985, p. 75.

El cronograma de la política de Norman y Strong era el siguiente: 1) a fines de julio y principios de agosto se redujo la tasa de interés para aceptaciones bancarias en la Reserva Federal de Nueva York; 2) entre el 27 de julio y el 3 de agosto los bancos de la Reserva Federal realizaron operaciones de mercado abierto comprando títulos del gobierno; 3) hacia fines de julio y principio de agosto los bancos de la Reserva Federal de Kansas City, St. Louis, Boston, Nueva York y Cleveland redujeron sus tasas de redescuentos.¹⁹ En el gráfico I se puede ver cómo en el año 1927 la Reserva Federal incrementó significativamente sus tenencias de títulos públicos: a fines de junio de 1927 tenía títulos por valor de 369 millones de dólares, y a mediados de noviembre del mismo año alcanzó un máximo de 704,8 millones;²⁰ en el gráfico IV se observa la reducción operada en las tasas de redescuentos, del 4% al 3,5 %.

Para aquellos que atribuyen la crisis de 1929 a la rigidez del patrón oro, cabe recordar que esta política de expansión del crédito a partir de mediados de 1927 por parte de la Reserva Federal tenía lugar en momentos en que las reservas de oro caían en los Estados Unidos (véase gráfico VI), lo cual implica ir en sentido contrario de lo que establecen las reglas del patrón oro.

El cambio de política de la Reserva Federal

Esta política de expansión del crédito impulsada por Benjamín Strong y Montagu Norman aceleró el alza de los precios de las acciones que venía ocurriendo en Wall Street, como se puede ver en el gráfico V.

Hacia fines de 1927 Strong enfermó²¹ y empezó a perder poder dentro del directorio de la Reserva Federal, hasta que finalmente fue sucedido por George L. Harrison. Al mismo tiempo, un nuevo director había entrado como miembro de la Reserva Federal, Roy A. Young, quien inmediatamente comenzó a hacer todo lo posible por detener la expansión crediticia impulsada por Strong.

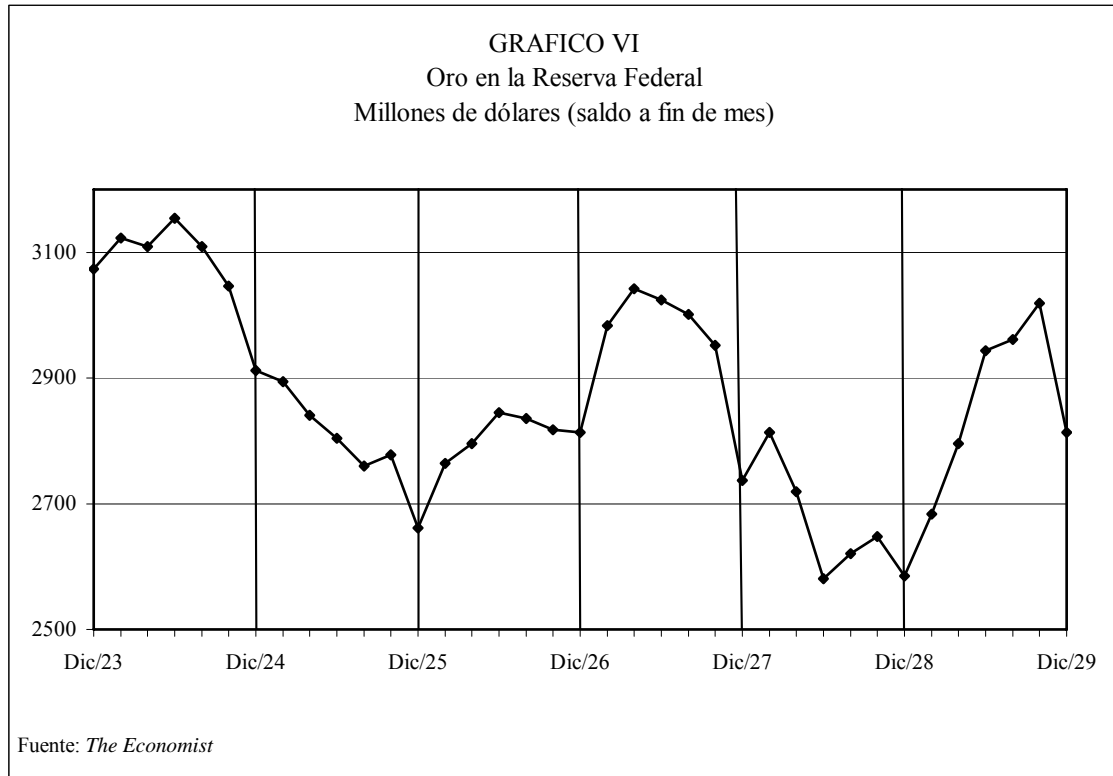
A fines de 1927 y principios de 1928 las autoridades de la Reserva Federal decidieron revertir su política, alarmadas por los precios que habían alcanzado las acciones. Comenzaron a vender títulos públicos y subieron las tasas de redescuentos. La Reserva Federal fue reduciendo sus tenencias de títulos públicos; de 704,8 millones de dólares que tenía a mediados de noviembre de 1927 llegó a 489,3 millones de dólares a fines de 1928, y a mediados de octubre de 1929 a 137,6 millones; en el gráfico I se puede ver la evolución. A principios de febrero de 1928 las tasas de redescuentos fueron aumentadas del 3,5% al 4%. En enero de 1928 el aumento del precio de las acciones sufrió una desaceleración

¹⁹ Datos extraídos de Benjamin M. Anderson, op. cit., pp. 190-191.

²⁰ Al respecto decía la revista *The Economist*: "[. . .] La situación del crédito en este centro [Nueva York] es cómoda debido a que la Reserva Federal mantiene su influencia en el mercado a través de considerables compras de documentos y títulos públicos", 19 de noviembre de 1927, p. 878.

²¹ Murió el 16 de octubre de 1928.

y en febrero se produjo una caída; sin embargo, a partir de marzo, salvo por junio y julio, se retomó la tendencia alcista en la bolsa debido a que se estaban generando fuentes adicionales de liquidez.



En primer lugar la iliquidez creada por la venta de títulos públicos llevó a los bancos a requerir una mayor cantidad de redescuentos a la Reserva Federal. Expandir el crédito a través de redescuentos iba en contra del objetivo de la Reserva Federal de detener el *boom* bursátil; sin embargo, se decidió nuevamente por el camino de la expansión crediticia. El valor total de documentos descontados era a fines de junio de 1927 de 479,2 millones de dólares, y a fines de septiembre de 1929 llegó a unos 1.000 millones de dólares (véase gráfico III). Para poner algún tipo de freno a la demanda de redescuentos la Reserva Federal fue aumentando paulatinamente la tasa de redescuentos. El 3 de mayo de 1928 la tasa fue elevada de 4% a 4,5%, el 5 de julio al 5%, el 8 de agosto de 1929 al 6%. Pero el pedido de redescuentos siguió creciendo durante todo el año 1928. Recién a principios de 1929 se revirtió la tendencia creciente.

Otro factor que ayudó a mantener al auge fue la expansión de los créditos a los corredores de bolsa. A fines de 1927 el total de créditos que les fueron otorgados era de 4.430 millones de dólares, a fines de 1928 llegó a 6.440 millones, a fines de junio de 1929 estaba en 7.070 millones y a principios de octubre en 8.525 millones.²² Los fondos para estos créditos provenían en parte de los mismos redescuentos de la Reserva Federal y en parte de los ahorristas y

²² Charles P. Kindleberger, op. cit., p. 131.

empresas, que atraídos por las tasas de interés más altas empezaron a desviar fondos hacia este mercado. Los bancos podían otorgar créditos a corredores de bolsa "por cuenta de terceros". El cliente de un banco podía solicitar que se le debitaran fondos de sus cuentas para ser colocados en créditos a corredores de bolsa.²³

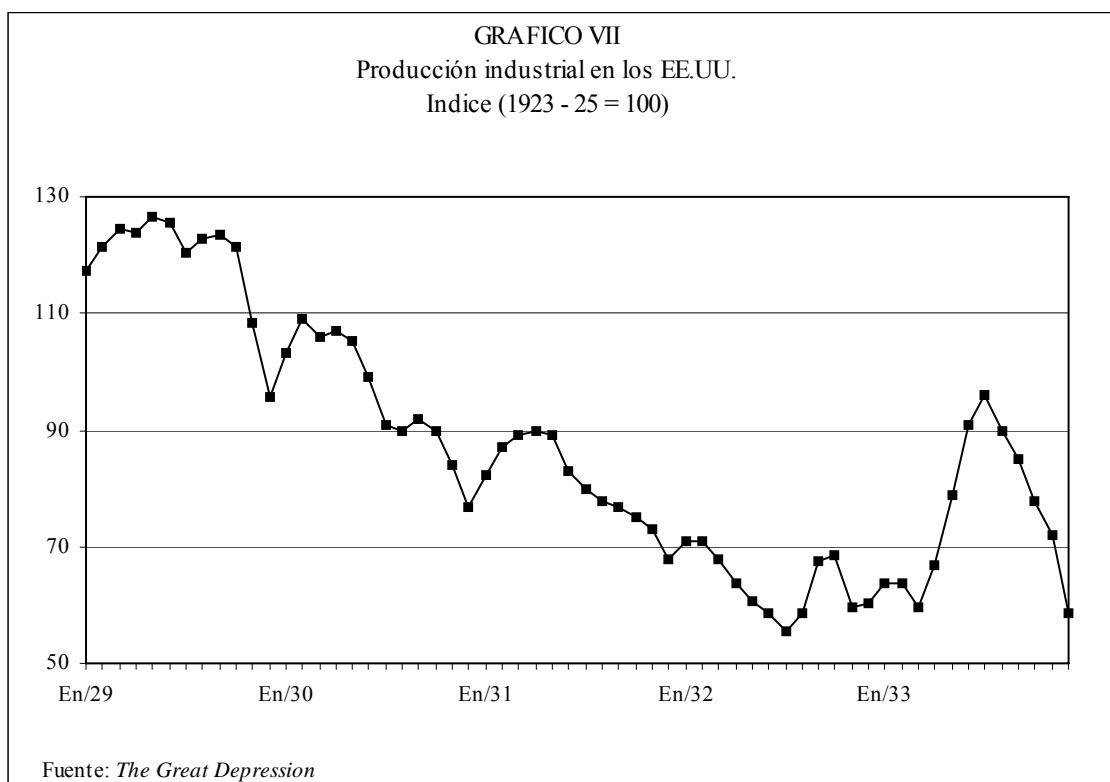
Otro factor que también ayudó a mantener el auge en el precio de las acciones fue el cambio de dirección en el flujo internacional de movimientos de capitales. El alza en las tasas de interés en los Estados Unidos hizo que los capitales que antes se movían desde América hacia Europa ahora lo hicieran en sentido contrario. Los mercados financieros europeos se vieron frente a una presión creciente para que subieran las tasas de interés. Italia lo hizo en enero de 1929. Inglaterra en febrero, en marzo las subió Holanda y nuevamente Italia, en julio Bélgica. Ante la salida de capitales los franceses tuvieron motivos adicionales para desprenderse de las libras esterlinas que tenían acumuladas, creándole, nuevos problemas al Banco de Inglaterra.

Estos factores, entonces, hicieron que los precios de las acciones continuaran su tendencia creciente. En agosto de 1929 la Reserva Federal subió la tasa de redescuentos del 5% al 6%; sin embargo, las tasas de interés de mercado ya habían venido creciendo desde abril de 1928. En este mes las tasas para documentos comerciales subieron del 4% al 4,25%, a principios de mayo al 4,5 %, a fines de junio a 4,75%, a fines de mayo a 4,88%, alcanzando un pico en agosto de 5,88 % y luego de una caída al 5,5 %, que duró hasta febrero de 1929, comenzó un nuevo ascenso hasta el 6%. A principios de junio la tasa interbancaria llegó al 12 %.

Estos aumentos en las tasas de interés empezaron a tener sus efectos recesivos; la producción comenzó a caer: en Alemania en el mes de mayo, en Estados Unidos en julio y en Inglaterra en agosto; sólo la producción francesa mantenía un ritmo creciente. En el gráfico VII podemos ver los índices correspondientes a los Estados Unidos.

El índice de mercados de valores empezó a caer el 3 de octubre y siguió cayendo en la semana que comenzaba el 14 de octubre, para terminar en el pánico del jueves 24 de octubre. Aquellos que habían puesto fondos para créditos a corredores de bolsa comenzaron a retirarlos rápidamente (véase cuadro VIII), acentuando la caída de los precios (cuadro IX). Algunos de los bancos más importantes se reunieron para tratar de frenarla.

²³ Para una explicación detallada de cómo operaban los créditos a corredores de bolsa véase Benjamin M. Anderson, op. cit., pp. 196-198.



CUADRO VIII
 Créditos totales a corredores de bolsa
 (en millones de dólares)

Agosto 21, 1929	6.085
Octubre 9, 1929	6.713
Octubre 23, 1929	6.634
Octubre 30, 1929	5.534
Noviembre 27, 1929	3.450
Diciembre 31, 1929	3424

Fuente: Benjamin W. Anderson, *Economics and the Public Welfare*, Liberty Press, 1979, p. 221.

Si bien esta caída en la bolsa de comercio de Nueva York en el mes de octubre fue de cierta importancia, no puede decirse que haya sido la causa de la recesión económica que tuvo lugar en los años treinta, ni tampoco que haya sido una caída sin precedentes. Como se puede ver en el cuadro IX, ya en diciembre de 1929 comenzó cierta recuperación de los precios que continuó hasta abril de

1930; recién a partir de este momento comenzó a producirse una caída prácticamente continua hasta mediados de 1933.

CUADRO IX
Cotización de las acciones en Nueva York

Mes	1929	1930	1931	1932	1933
Enero	193	149	103	54	46
Febrero	192	156	110	53	43
Marzo	196	163	112	54	42
Abril	193	171	100	42	49
Mayo	193	160	89	38	65
Junio	191	143	87	34	77
Julio	203	140	90	36	84
Agosto	210	139	89	52	79
Septiembre	216	139	76	56	81
Octubre	194	118	65	48	76
Noviembre	145	109	68	45	77
Diciembre	147	102	54	45	79

Fuente: Robbins, *The Great Depression* Londres Macmillan and Co. Limited, 1934, p.204.

La recesión económica y el aumento de la desocupación que va a ocurrir durante toda la década del treinta no es una consecuencia de la baja en las acciones sino todo lo contrario, la baja en las acciones es una consecuencia de la recesión económica. En el gráfico VII podemos ver que, aunque sin alcanzar los niveles de la primera mitad de 1929, la producción industrial comienza a recuperarse a comienzos de 1930. Octubre de 1929 es la fecha que habitualmente se da como comienzo de la crisis del treinta. Sin embargo, en ese momento lo único que ocurría era que la economía había entrado en una recesión moderada como consecuencia de la manipulación monetaria y crediticia practicada por la Reserva Federal a partir de 1924. El agravamiento de la recesión y de la desocupación, en especial a partir de 1931, se debió a las medidas adoptadas primero por el presidente Herbert Hoover y luego por Franklin D. Roosevelt.

Los años treinta

Cuando se presentaban situaciones de recesión y desocupación con anterioridad a la crisis del treinta los gobiernos acostumbraban reducir sus gastos y la presión tributaria y dejar que los mercados se reajustaran. Con Hoover se dio un cambio de estrategia; el gobierno debía "colaborar" para solucionar la crisis. De esta

manera la administración de Hoover comenzó a incursionar en una trayectoria de creciente intervención estatal. En uno de los discursos de la campaña electoral de 1932 resumió su propia gestión económica:

[. . .] podríamos no haber hecho nada. Eso hubiese sido una gran ruina. En cambio enfrentamos la situación proponiendo a los empresarios y al Congreso el programa más grande de defensa económica y contraataque jamás desarrollado en la historia de la República. Lo pusimos en funcionamiento [...]. Ningún gobierno en Washington había considerado hasta el momento que tenía una responsabilidad tan amplia para liderar tiempos como éstos [. . .]. Por primera vez en la historia de la depresión, los dividendos, las ganancias y el costo de vida fueron reducidos antes que los salarios [. . .]. Éstos fueron mantenidos hasta que el costo de vida había decrecido y las ganancias prácticamente desaparecido. Ahora son los salarios más altos del mundo [. . .].

Crear nuevos trabajos y darle a todo el sistema un nuevo respiro; nada ha sido planeado en nuestra historia que haya hecho más por [. . .] "los hombres y mujeres comunes" [. . .]. Algunos de los economistas reaccionarios nos urgían a dejar que la liquidación siguiera su curso hasta que tocara fondo [. . .]. Nosotros determinamos que no seguiríamos los consejos de los liquidacionistas de final amargo para ver cómo el cuerpo de deudores de los Estados Unidos quebraba y los ahorros de nuestro pueblo se destruían.²⁴

Durante el mes de noviembre de 1929 Hoover mantuvo una serie de reuniones con los industriales más importantes alentándolos a no despedir empleados y a expandir las inversiones. La Reserva Federal volvió inmediatamente a sus políticas de expansión monetaria de la década del veinte. En el término de una semana duplicó con creces sus tenencias de títulos públicos de 135.700 millones de dólares a 292.690 millones. La tasa de redescuentos que estaba en 6 % fue reducida el 31 de octubre al 5% y el 14 de noviembre al 4,5%.

El 23 de noviembre envió un telegrama a los gobernadores invitándolos a colaborar con el gobierno federal en la expansión de las obras públicas como mecanismo de reactivación económica. A mediados de 1929 se había creado la Federal Farm Board, que recibía fondos del Tesoro destinados a la compra de granos para evitar la caída de sus precios. En junio de 1930 el Congreso aprobó una nueva alza en la protección arancelaria, la Hawley-Smoot Tariff Act, a la que siguió una ola de proteccionismo en todo el mundo.

El 21 de marzo se anunció en Europa un pacto de unión aduanera (*Zollverein*) en Alemania y Austria, que habían sido aliadas en la Primera Guerra Mundial. Francia consideró que este pacto era más bien un movimiento político de Alemania y que por lo tanto implicaba una violación al Tratado de Versalles.

²⁴ Citado por Murray N. Rothbard, op. cit., p. 169.

En la banca internacional comenzó a temerse que Francia comenzara a sacar fondos de Austria; en esos momentos el Banco de Francia estaba en una posición muy fuerte, ya que disponía de importantes sumas de oro y de monedas extranjeras. Los bancos de Austria se vieron enfrentados a un creciente retiro de fondos y el Banco de Inglaterra y otros bancos en menor medida trataron de colaborar con créditos, pero al final ellos también tuvieron miedo. En junio de 1931 Austria abandonó el patrón oro.

El abandono del patrón oro en Austria trasladó el pánico a Alemania. El 20 de junio Hoover realizó un anuncio que supuestamente apoyaría el Congreso de los Estados Unidos. El anuncio consistía en una moratoria de un año de las deudas de los países europeos con Estados Unidos y de los pagos de la deuda alemana por reparaciones de guerra. Por supuesto, la primera estaba condicionada a que se aceptara la segunda. Mientras todos los países europeos aceptaron en forma casi inmediata la propuesta de Hoover, Francia, el país más importante, demoró mucho su aceptación. Las presiones sobre la banca alemana continuaron hasta que el 15 de julio se aplicaron restricciones a las extracciones de depósitos. Como vimos anteriormente, la sobrevaluación de la libra esterlina había llevado a que los bancos centrales de Europa acumularan grandes cantidades de esta moneda, en especial el Banco de Francia. La caída de Austria y luego de Alemania hizo surgir dudas acerca de la confiabilidad de la libra esterlina. La corrida bancaria se trasladó ahora al Banco de Inglaterra, que en muy poco tiempo perdió una cantidad considerable de oro. Para intentar frenar la corrida, se subió la tasa de redescuentos del 2,5% al 3,5 %, pero no fue suficiente. El Banco de Inglaterra buscó entonces ayuda en la Reserva Federal y en el Banco de Francia; cada uno de ellos le dio un crédito de 125 millones de dólares, pero mientras Inglaterra no corrigiera la sobrevaluación de su moneda y pusiera fin al déficit fiscal la desconfianza en la libra continuaría. El crédito de la Reserva Federal y del Banco de Francia sólo ayudaría a postergar la caída de la libra. El 28 de agosto el Banco de Inglaterra recibió otro crédito, ahora de 400 millones de dólares, que esta vez provenía de un consorcio de bancos privados. Pero Inglaterra continuaba no sólo sin realizar las correcciones necesarias sino que además empezó a expandir la oferta de dinero mediante compras de títulos públicos, lo cual ayudó a la pérdida de reservas. Al 24 de junio de 1931 el Banco de Inglaterra tenía títulos públicos por un total de 30,4 millones de libras; el balance del 2 de septiembre mostró tenencias de títulos públicos por 53,7 millones de libras. Los bancos centrales de Francia y Holanda cooperaron con el Banco de Inglaterra no convirtiendo la gran cantidad de libras que tenían. El 18 de septiembre el presidente del Banco de Holanda llamó a Norman, del Banco de Inglaterra, para preguntarle si las libras eran seguras y se le respondió que la libra esterlina permanecería incondicionalmente en el patrón oro. El 19 de septiembre el Banco de Francia, viendo que la situación inglesa no mejoraba, trató de evitar pérdidas y dio la orden de desprenderse de un millón de libras esterlinas. El 20 de septiembre Inglaterra abandonó el patrón oro. El Banco de Francia y el Banco de Holanda sufrieron grandes pérdidas debido a la caída del precio de la libra

esterlina. De la paridad oficial 4,86 dólares por libra se pasó a una paridad promedio de 3,37 en el mes de diciembre.

Tras la caída de la libra esterlina siguió la corrida contra el dólar, pero la gran cantidad de reservas en oro le permitió a la Reserva Federal afrontar la demanda sin mayores problemas. Sin embargo, la política intervencionista de Hoover en los Estados Unidos llevó la desocupación de unos 3 millones de personas en 1930 a 10,5 millones en 1932, y la producción de la industria cayó abruptamente, como se puede ver en el gráfico VII. Hoover fue uno de los muy pocos presidentes norteamericanos que no fueron reelegidos para un segundo período.

F. D. Roosevelt ganó las elecciones de 1932 e inmediatamente comenzaron a correr rumores de que abandonaría el patrón oro. Roosevelt se negaba a desmentir el rumor, y por lo tanto la gente, tanto ciudadanos norteamericanos como extranjeros, empezó a pedir a los bancos el pago en oro.

A los dos días de asumir la presidencia Roosevelt declaró un feriado bancario de dos días para estudiar la situación. El domingo 12 de marzo emitió un mensaje por radio asegurándole a la gente que podía llevar su dinero a los bancos con confianza, lo que tuvo el efecto buscado. El 5 de abril Roosevelt, aprovechando la autorización que le había dado el Congreso en marzo para que actuara con entera libertad, declaró ilegal "temporariamente" poseer monedas de oro en los Estados Unidos. Se dispuso también un control a la exportación de oro y divisas extranjeras. .

El 12 de mayo fue aprobada la Agricultural Adjustment Act (AAA) y el 9 de junio comenzó a regir. Por medio de esta ley los agricultores americanos cobraban un subsidio por reducir la producción. El objetivo era aumentar el precio de los granos en relación con los bienes producidos por la industria. En el mes de julio los precios agrícolas aumentaron considerablemente pero hacia fines del año la brecha entre los precios agrícolas y los industriales había vuelto a los niveles anteriores a la AAA.

El 16 de junio Roosevelt firmó la ley de recuperación de la industria nacional (National Industrial Recovery Act); fue aprobada por el Congreso, dando nacimiento al New Deal. Esta ley consistía en una gran cantidad de regulaciones y códigos para la industria. Se acortaban las horas de trabajo, se ponían salarios mínimos y se fijaban precios y condiciones de venta. La idea de la ley era generar un aumento de la "demanda global" que permitiera salir de la recesión. Para cuidar que las regulaciones y códigos fuesen cumplidos por las industrias se creó un organismo estatal: National Recovery Administration.

A fines de enero de 1934 se sancionó la Gold Reserve Act. Mediante esta ley se le expropiaba el oro a los Bancos de la Reserva Federal y pasaba a ser propiedad del Tesoro de los Estados Unidos. A cambio del oro se le entregaba a

los bancos un "certificado de oro" cuyo significado era extraño, ya que no era un certificado para cambiar por oro, era un certificado por el oro expropiado. El 31 de enero se devaluó el dólar frente al oro, pasando la cotización de 20,67 dólares la onza a 35 dólares. En diciembre de 1933 comenzó un programa de gasto público creciente, como se ve en el cuadro X.

CUADRO X
Gastos del Gobierno Federal de los Estados Unidos
(en millones de dólares)

1929	3.127
1930	3.320
1931	3.577
1932	4.659
1933	4.598
1934	6.645
1935	6.497
1936	8.421
1937	7.733
1938	6.765
1939	8.841

Fuente: *Historical Statistics of The United States, Colonial Times to 1970*. U. S. Department of Commerce, p. 1.104.

Como se puede ver, los gastos aumentaron sensiblemente a partir de 1934; el objetivo era incrementar la "demanda global" para estimular la producción y reducir la desocupación. Por su parte, la política tributaria estuvo destinada a redistribuir el ingreso; se aumentaron significativamente los impuestos a los ingresos de los niveles más altos, se puso un impuesto del 5% sobre las utilidades no distribuidas de las empresas y se intentó pasar por el Congreso un impuesto federal a la herencia que finalmente fue rechazado, pero a cambio hubo aumentos sustanciales en los impuestos sobre bienes inmuebles. Toda esta política de Roosevelt no logró mejorar la situación recesiva que se estaba viviendo. En el año 1933 la desocupación subió levemente respecto de 1932, pasando de 12.060.000 a 12.830.000. En 1934 bajó a 11.340.000, en 1935 a 10.610.000, en 1936 a 9.030.000 y en 1937 a 7.700.000, pero en 1938 y 1939 volvió a subir a 10.390.000 y 9.480.000 respectivamente.²⁵ El Índice de Producción Industrial de la Reserva Federal estaba en marzo de 1933 en 60, subió a 100 en julio y, luego de la National Industrial Recovery Act, cayó en noviembre a 72; en mayo de 1934 subió a 86 para caer a 71 en septiembre. Como se puede ver, la política de

²⁵ *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970*, U. S. Department of Commerce, p. 135.

Roosevelt no logró que la economía se recuperara en forma definitiva, sino que se movía con muchos altibajos producto de la cambiante legislación.

En 1935 empezó a surgir una serie de inconvenientes para la creciente política intervencionista de Roosevelt. A principios del año llegaron hasta la Corte Suprema cuatro casos solicitando la inconstitucionalidad de la inconvertibilidad del dólar a oro y de las deudas que tanto el gobierno como los particulares tenían que pagar en oro. Por una votación de 5 a 4 la Corte Suprema mantuvo firme la eliminación de las cláusulas de deudas en oro en los contratos privados, pero por unanimidad los jueces de la Corte Suprema declararon inconstitucional la ley que eximía al gobierno del pago de sus deudas en oro. Con esta decisión aparecía una pequeña luz de esperanza para frenar el creciente intervencionismo de la Administración Roosevelt.

A mediados de 1935, gracias a la acción del senador Glass, se logró modificar un proyecto de ley de bancos que de haber sido aprobado en su forma original le hubiera otorgado a la Reserva Federal un poder enorme para regular los depósitos y reservas de los bancos.

El 27 de mayo la Corte Suprema declara inconstitucional a la National Recovery Administration (NRA). Este organismo había sido creado para controlar que las industrias cumplieran con los códigos y regulaciones de la National Industrial Recovery Act. La burocracia del NRA prácticamente legislaba, ya que podía cambiar las reglas. Los empresarios de la industria encontraban dificultades serias, puesto que no sabían a qué atenerse o cuándo se les iban a cambiar las condiciones de producción. Los miembros de la Corte entendieron que el Congreso había delegado funciones que le correspondían a él, y por lo tanto declararon inconstitucional la NRA. Esta decisión de la Corte implicó aliviar al menos durante un tiempo a la industria de las regulaciones y controles de la NRA. La producción industrial y la inversión comenzaron a crecer, pero este efecto no fue consecuencia del New Deal sino de su parcial abolición. En 1936 la Corte también declaró inconstitucional a la AAA. Roosevelt intentó a principios de 1937 pasar por el Congreso una ley que modificara la cantidad de miembros de la Suprema Corte con el objeto de que ésta se tornara favorable al Poder Ejecutivo. La propuesta de Roosevelt provocó indignación, ya que implicaba cierta intención dictatorial. Con la Corte de su lado Roosevelt se aseguraba, al preparar las leyes, que éstas fueran aprobadas por el Congreso, que era demócrata, y además que fueran interpretadas favorablemente por los jueces. Este movimiento del Presidente provocó temores en los mercados, puesto que se vislumbraba la posibilidad de un intervencionismo creciente que no había manera de detener si la Corte Suprema pasaba a ser dominada por el Poder Ejecutivo. El temor se hizo sentir en las cotizaciones de las acciones y en la producción, que cayeron. El índice de producción industrial, que estaba en julio de 1937 en 120, bajó en marzo de 1938 a 84 y en junio a 81. La desocupación creció de 7.700.000 en 1937 a 10.390.000 en 1938. El tema de la desocupación se vio a su vez agravado por la ley Wagner

de julio de 1935, que empezó a tener sus efectos recién después de las elecciones de 1936, con huelgas, especialmente en la industria automotriz. La Wagner Act fue reforzada con la última ley del New Deal, la Wage and Hours Act de junio de 1938. Esta ley establecía que las horas de trabajo iban a estar limitadas a 44 horas semanales durante el primer año, a 42 en el segundo y a 40 en el tercero. Las horas trabajadas por encima de estos máximos debían pagarse 1,5 más que el salario normal. Los salarios mínimos fueron establecidos en 25 centavos la hora para el primer año, 30 centavos para los seis años siguientes, y 40 centavos para después del séptimo año.

Conclusiones

La crisis desarrollada durante la década del treinta no tiene un único factor determinante. El derrumbe de la bolsa en octubre de 1929 fue consecuencia directa de la política monetaria llevada adelante por la Reserva Federal a partir de 1924. Las operaciones de compra de títulos públicos con mercado abierto llevaron a un crecimiento de la liquidez que redujo las tasas de interés del mercado y provocó un auge artificial en los precios de las acciones. El desorden monetario imperante en Europa principalmente en Inglaterra, se sumó a los desequilibrios financieros generados por la Reserva Federal. La caída en los precios de las acciones se produjo cuando las autoridades de la Reserva Federal revirtieron su política expansiva vendiendo títulos públicos y subiendo las tasas de redescuentos.

La recesión en la producción puede decirse que comenzó por la iliquidez creada por la Reserva Federal, pero los efectos recesivos que se estaban presentando no eran peores que los de otras épocas anteriores. La profundidad y duración que caracterizaron a la crisis de los años treinta se debieron al creciente intervencionismo tanto de Hoover como de Roosevelt y a las barreras aduaneras elevadas en todo el mundo, habiendo sido los Estados Unidos los primeros en marchar por este camino con la ley Fordney- McCumber.

La crisis del treinta no se debió ni al patrón oro ni al libre comercio; fue consecuencia, como en el caso de las crisis anteriores, de la intervención gubernamental en el manejo de la moneda y del mercado. El New Deal, en especial, no fue la solución a la crisis sino una de sus causas, que al ser eliminada por la Corte Suprema de Justicia le devolvió flexibilidad y capacidad de reajuste a la economía.

Explicaciones alternativas de la crisis del treinta

El análisis anterior siguió, en gran parte, las explicaciones que Benjamín M. Anderson²⁶ y Lionel Robbins²⁷ dieron acerca de la causa y desarrollo de la crisis del treinta. Pero para finalizar veamos muy brevemente las dos explicaciones alternativas más popularmente divulgadas de la crisis del treinta. La de mayor popularidad en el mundo académico parece ser la dada por John M. Keynes y en segundo lugar podríamos ubicar la de Milton Friedman.

Según Keynes, la desocupación se debe a una demanda global insuficiente para generar un nivel de producción lo suficientemente alto como para absorber la totalidad de la fuerza laboral disponible. Esta insuficiencia de la demanda global puede deberse a una baja propensión de la gente al consumo o a una tasa de interés muy alta; por lo tanto, la solución propuesta por Keynes es aumentar la demanda global a través de un mayor gasto público o una reducción de la tasa de interés para alentar la inversión.

Tanto la explicación como la solución de Keynes no son novedosas; las mismas explicaciones daban los mercantilistas. La explicación keynesiana de las crisis fue, en realidad, refutada a principios del siglo XIX por el economista francés Jean-Baptiste Say, cuya argumentación tomaron y desarrollaron David Ricardo y John Stuart Mill. Según la ley de Say es imposible pensar que pueda existir un exceso de oferta global sobre la demanda global o, viceversa, un exceso de demanda global sobre la oferta global. Oferta y demanda global son una identidad, son como dos caras de una misma moneda; toda oferta implica necesariamente una demanda y toda demanda implica necesariamente una oferta; quien demanda algo tiene que ofrecer algo y quien ofrece algo está demandando algo; por lo tanto, no puede ser que haya diferencias entre demanda y oferta globales. Lo que sí puede haber es un exceso de oferta en algunos mercados, pero esto tiene necesariamente que implicar exceso de demanda en otros; no puede ser que todos los mercados estén deprimidos al mismo tiempo.

Uno de los logros que habitualmente se le suele reconocer a Keynes es haber refutado la ley de Say.. El economista Paul M. Sweezy sostuvo que:

Es posible que los historiadores de dentro de cincuenta años registren el hecho de que la mayor hazaña de Keynes fue la de liberar a la economía angloamericana de un dogma tiránico; y hasta quizá lleguen a la conclusión de que esto fue un trabajo esencialmente negativo, no igualado por hazañas positivas comparables. Sin embargo, incluso sino fuera a acreditársele nada más a Keynes [. . .], su derecho a la fama sería seguro [. . .]. [No obstante] los ataques keynesianos, aunque parezcan estar dirigidos contra toda una diversidad de teorías específicas, caen por tierra si se presume la validez de la ley de Say.²⁸

²⁶ Benjamin M. Anderson, op. cit.

²⁷ Lionel Robbins, op. cit.

²⁸ Citado por Henry Hazlitt en *Los errores de la nueva ciencia económica*, Madrid, Aguilar, 1961, p. 27.

Es totalmente cierta la conclusión de Sweezy: toda la economía keynesiana cae por tierra si la ley de Say es cierta. Ahora bien, de los varios temas económicos que Keynes no comprendió, el de la ley de Say fue el menos comprendido, y esto es relativamente fácil de demostrar. Para refutar la ley de Say Keynes recurre a la siguiente cita de John S. Mill:

Los medios de pago de los bienes son sencillamente otros bienes. Los medios de que dispone cada persona para pagar la producción de otras consisten en los bienes que posee. Todos los vendedores son, inevitablemente, y por el sentido mismo de la palabra, compradores. Si pudiéramos duplicar repentinamente las fuerzas productoras de un país, duplicaríamos por el mismo acto la oferta de bienes en todos los mercados; pero al mismo tiempo duplicaríamos el poder adquisitivo. Todos ejercerían una demanda y una oferta dobles, porque tendrían dos veces más que ofrecer en cambio.²⁹

Éste es el párrafo que utiliza Keynes, donde, según él, "la doctrina está expresamente expuesta", para refutar la ley de Say. Sin embargo, este párrafo fue cortado por la mitad, muy probablemente porque no comprendía lo que Mill estaba diciendo. El hecho es que el párrafo de Mill continúa y lo que dice a continuación es tan importante como lo que citó Keynes:

Cierto que es probable que hubiera ahora una superfluidad de determinadas cosas. Si bien la comunidad duplicaría de muy buena gana su consumo total, puede ya tener tanto como desea de algunas mercancías, y tal vez prefiera consumir más del doble de otras o ejercitar su capacidad aumentada de compra sobre algún nuevo artículo. De todas maneras, es un verdadero absurdo suponer que todas las cosas bajarían de valor, y que en consecuencia todos los productores serían remunerados insuficientemente. Si los valores continúan siendo los mismos, no importa lo que ocurra a los precios, ya que la remuneración de los productores no depende de la cantidad de dinero que obtienen por sus géneros, sino de la cantidad de artículos de consumo. Además, el dinero es una mercancía; y si suponemos que se duplica la cantidad de todas las mercancías, hemos de suponer que también el dinero se duplica, y entonces los precios, como los valores, no bajarían.³⁰

Como se puede ver, esta parte del párrafo que Keynes olvidó citar termina de dar forma a la ley de Say, ya que explica que si bien la oferta y la demanda global deben ser iguales, puede haber desequilibrios entre los mercados individuales. Pero por sobre todas las cosas hay un punto muy importante que los

²⁹ John M. Keynes, *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México, Fondo de Cultura Económica, 1974, p. 28.

³⁰ John S. Mill, *Principios de economía política*, México, Fondo de Cultura Económica, 1978, p. 561.

economistas keynesianos olvidan: "el dinero es una mercancía". Cuando Keynes afirma que un aumento de la preferencia por la liquidez reduce la demanda global tiene razón siempre y cuando se considere que el dinero no es una mercancía. Pero el dinero es una mercancía, puesto que es un bien útil y escaso. Un aumento en la demanda de dinero tiene los mismos efectos que un aumento en la demanda de cualquier otro bien: hace subir su precio (poder adquisitivo) y alienta su producción hasta el punto en que deja de ser rentable seguir produciendo dinero. En un mercado libre la oferta de dinero aumenta o disminuye según se incremente o baje la demanda de dinero. Lo que Keynes debería haber explicado es por qué un aumento en la demanda de dinero no genera, en un mercado libre, los mismos efectos que un aumento en la demanda de cualquier otro bien: un aumento de la producción hasta que los ingresos marginales tiendan a igualarse con los costos marginales.³¹ De cualquier forma la refutación que Keynes realiza en su *Teoría general* queda invalidada desde que lo que refuta es un párrafo mutilado de la ley de Say. Hoy en día algunos economistas parecen haber comprendido que un aumento del gasto público no eleva la demanda global sino que cambia su estructura: aumenta el gasto público pero a costa de un menor consumo o inversión de los privados.

Como hemos visto, durante la década de 1920 la Reserva Federal había realizado una expansión del crédito relativamente considerable. El punto de vista de Friedman y Schwartz es justamente el opuesto: "Lejos de ser una década inflacionaria, los años veinte fueron lo contrario. Y el sistema de la Reserva, lejos de ser una máquina de inflación, muy idóneamente evitó que la cantidad de dinero aumentara tanto como lo hubiera hecho si se hubiese permitido que los movimientos de oro ejercieran toda su influencia".³² Según estos autores, la Gran Depresión fue causada por una fuerte contracción monetaria por parte de la Reserva Federal. Ahora bien, es cierto que la oferta monetaria disminuyó pero sólo hasta 1933, como se puede ver en el cuadro XI. La explicación de Friedman ya era sostenida por varios economistas durante la década del veinte; podemos citar, entre otros, a Irving Fisher,³³ Gustav Cassel,³⁴ Ralph G. Hawtrey³⁵, Carl Snyder³⁶ y al artífice de la política monetaria de Estados Unidos en la década del

³¹ Para un análisis detallado de cómo funcionaría teóricamente y cómo funcionó en la historia un sistema monetario totalmente libre véase Lawrence H. White, *Free Banking in Britain*. Cambridge, Cambridge University Press, 1984. También Jacques Rueff, "Las falacias de la *Teoría General* de Lord Keynes", *Libertas*, octubre de 1988.

³² Milton Friedman y Anna Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton, Princeton University Press, 1971, p. 298.

³³ Irving Fisher, *Stabilized Money*, Londres, George Allen and Unwin, 1935. Cabe recordar que muy pocos días antes del derrumbe de la bolsa en octubre de 1929 Fisher había sostenido que se estaba en "una meseta más alta" (higher plateau) en cuanto a los precios de las acciones; de esta manera llegó a perder, entre ocho y diez trillones de dólares. Según su hijo Irving N. Fisher, "la caída del mercado de valores en 1929 lo tomó desprevenido. Poniendo su fe sin reservas en 'la nueva era económica', no previó que estaba destinada al colapso como un castillo de naipes"; en *My Father, Irving Fisher*, Nueva York, Commet Press, 1956, p. 242, citado por Hans F. Sennholz, op. cit., p. 43.

³⁴ Gustav Cassel, *El problema de la estabilización, o un medio para lograr un régimen monetario fijo*, Barcelona, Editorial Labor S. A., 1932.

³⁵ Ralph G. Hawtrey, *The Art of Central Banking*, Londres, Longmans, Green and Co., 1932.

³⁶ Carl Snyder, "The Stabilization of Gold. A Plan", *American Economic Review*, junio de 1923.

veinte: Benjamín Strong.³⁷ Esta política de estabilización también contaba en la época con una fuerte oposición teórica, en especial de Ludwig von Mises³⁸ y Benjamín M. Anderson.³⁹

Los partidarios de la "estabilización" parecen olvidar en el momento de realizar sus análisis la importancia que tienen los precios relativos en el funcionamiento del mercado. Se preocupan por mantener estable el "nivel" de precios cuando, en realidad, es totalmente intrascendente. Si aceptamos que la ley de Say es válida, entonces las recesiones económicas no se deben a una insuficiencia de demanda agregada o a un excedente de oferta global, sino que son el producto de un período durante el cual los recursos fueron mal asignados, se expandieron ciertas producciones que no deberían haberse expandido, a costa de la contracción de otras que no deberían haberse contraído. La recesión se produce cuando los mercados se reajustan, es decir cuando todos los sectores que se sobreexpandieron quiebran y los que se achicaron vuelven a crecer.

CUADRO XI
Oferta monetaria en los Estados Unidos
(en miles de millones de dólares)

Año	M1	M2
1928	26,38	46,42
1929	26,64	46,60
1930	25,76	45,73
1931	24,14	42,69
1932	21,11	36,05
1933	19,91	32,22
1934	21,86	34,36
1935	25,88	39,07
1936	29,55	43,48
1937	30,91	45,68
1938	30,53	45,51
1939	34,15	49,27

Fuente: *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970*, U. S. Department of Commerce, p. 992.

Los precios relativos son las guías que tienen los mercados para evitar que se produzcan desajustes de gran importancia. Pero la pregunta es: ¿por qué en determinado momento tantos empresarios se equivocan al mismo tiempo y en la

³⁷ Benjamin Strong sostuvo: "Esa era mi creencia, y pienso que era compartida por todos en el Sistema de la Reserva Federal, que toda nuestra política en el futuro, como en el pasado, debería estar dirigida hacia la estabilidad de los precios en la medida en que pudiéramos influir en los precios"; citado por Murray N. Rothbard, op. cit., p. 155.

³⁸ L. von Mises, *On the Manipulation of Money and Credit*, Nueva York, Free Market Books, 1978.

³⁹ Benjamin M. Anderson, *Value of Money*, Nueva York, R. R. Smith, 1936, primera edición de 1917.

misma dirección? La respuesta parece ser que por algún motivo los precios relativos fueron distorsionados, induciendo así a producir los distintos bienes y servicios en proporciones distintas de las que los consumidores desean. En especial hay un indicador, la tasa de interés, que afecta a los cálculos de rentabilidad de todos los mercados. Aun cuando el "nivel" de precios se mantuvo relativamente estable durante la década del veinte, inclusive bajando un poco hacia el final, los precios relativos se estaban distorsionando a causa de los manejos monetarios de la Reserva Federal, y especialmente la tasa de interés fue manejada de manera muy discrecional. En este caso en particular los precios de las acciones fueron, aparentemente, los más afectados por la reducción de la tasa de interés.

La mala asignación de recursos que se genera por las manipulaciones monetarias puede perdurar en el tiempo sólo si se sigue incrementando la cantidad de dinero en forma creciente. Las opciones a escoger son dos: 1) se sigue expandiendo el crédito para evitar el reajuste, lo que llevaría a una inflación creciente y finalmente a la hiperinflación, o 2) se termina con la expansión crediticia provocando el reajuste del mercado.

Pretender, como Friedman, que la Reserva Federal debiera haber expandido más la oferta monetaria implica querer mantener las distorsiones del mercado, y esto no se puede hacer indefinidamente. Dejar de expandir el crédito tiene los efectos iniciales de iliquidez, los encajes técnicos de los bancos se ven incrementados y por lo tanto la oferta monetaria, medida por M1 o M2, se contrae. Pero esta contracción de la oferta monetaria no es la "causa" de la recesión, como sostiene Friedman, sino el "efecto". Como se puede ver en los gráficos III y VI, la Reserva Federal expandió el crédito en momentos en que estaba saliendo oro o, si se quiere, esta expansión del crédito forzó una salida de oro que de otra manera no hubiese ocurrido. La Reserva Federal estaba siguiendo un camino distinto del que el mercado indicaba, y por lo tanto estaba provocando desajustes que tarde o temprano tenían que ser corregidos. En un mercado libre, donde los funcionarios públicos no pudieran manejar la cantidad de dinero y de crédito, los desajustes de la década del veinte no hubiesen existido, por lo menos en la magnitud en que existieron.