

# THE JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY

APRIL 1934

Number 2

Volume 42

THE FAILURE OF MONETARY POLICY TO PREVENT THE DEPRESSION OF 1929-32\*

## EL FRACASO DE LA POLÍTICA ECONÓMICA PARA EVITAR LA DEPRESIÓN DE 1929-1932\*

Lauchlin Currie

Traducción: Helena Uribe

N. del Ed. Este artículo, publicado con el título "The Failure of Monetary Policy to Prevent the Depression of 1929-1932" por el *Journal of Political Economy* en abril de 1934, fue seleccionado entre los mejores trabajos publicados por este *Journal* en sus primeros setenta años. Ha sido ampliamente citado en diversos trabajos recientes sobre teoría y política monetaria y es hoy objeto de profundas controversias entre investigadores que indagan en torno a los orígenes de la tradición de Chicago. En él Currie se anticipa a desarrollos posteriores de esta Escuela. Las recientes polémicas suscitadas sobre la historia del análisis monetario, así como el moderno tratamiento teórico propuesto por Currie hicieron que su inclusión se considerase crucial en esta entrega de *Cuadernos de Economía*. En este artículo el lector podrá encontrar, además, un esbozo temprano de los desarrollos futuros del autor en materia de teoría monetaria. El estudio en el cual se basó Currie fue realizado por él en la Universidad de Harvard, entre 1930 y 1934, con apoyo económico del Comité de Investigaciones en Ciencias Sociales.

Currie Lauchlin, "El fracaso de la política económica para evitar la depresión de 1929-1932", *Journal of Political Economy*, 42:2, abril 1934, p.p. 145-77. Reimpreso en Earl Hamilton, Harry G. Johnson, and Albert Rees (eds), *Landmarks in Political Economy*, Chicago University Press, 1962. Traducción de Helena Uribe.



## Resumen

Currie, Lauchlin, "El fracaso de la política económica para impedir la depresión de 1929-1932", Cuadernos de Economía, Vol. XIII, Números 18-19, Bogotá, 1993, pp. 39-76.

Se acepta, generalmente, que la situación interna y externa en 1929 planteaba, respecto a la política monetaria, exigencias contradictorias. A juicio de Currie este punto de vista está equivocado. Tanto la situación internacional como la nacional exigían entonces el abandono de las restricciones monetarias, con lo cual, al mantenerse relativamente estables los precios y el nivel de la actividad económica, se habrían evitado parcialmente las consecuencias de una recesión mundial.

El argumento para mantener la restricción monetaria fue el auge de la especulación. No obstante, no es claro que la especulación haya perjudicado la inversión productiva, ni mucho menos que haya sido una causa importante de la recesión. De hecho, y en contra de la opinión generalizada que sostenía que los excesos del "boom" eran los culpables de la gravedad de la recesión, el autor demuestra que no hubo ni "boom" ni inflación durante los años veinte. Esta fue, más bien una época de estabilidad.

Las deficiencias en la política monetaria, concluye el autor, tuvieron una gran responsabilidad en el origen de la crisis. Al concentrarse prioritariamente en el freno a la especulación, se descuidó el análisis de conjunto sobre el nivel de actividad económica. Lejos de prevenir la recesión, se contribuyó con esto a desencadenarla.

## Abstract

Currie, Lauchlin, "The Failure of Economic Policy to Impede the 1929-1932 Depression", Cuadernos de Economía, Vol. XIII, Numbers 18-19, Bogota, 1993, pp. 39-76.

It is generally accepted that the internal and external situation in 1929 posed contradictory demands with respect to monetary policy. According to Currie this is an erroneous point of view. Both the international and national situations of that time demanded the withdrawal of monetary restrictions. This, along with the maintenance of relatively stable prices and level of economic activity, could have partially prevented the consequences of a world recession.

The argument for maintaining the monetary restriction was the rise in speculation. Nevertheless, it is not clear that speculation harmed productive investment or much less that it was an important cause of the recession. In fact, and contrary to general opinion that maintained that the excesses of the "boom" were to blame for the gravity of the depression, the author shows that there was neither a "boom" nor inflation during the 1920s. This was, rather, a time of stability.

The deficiencies of monetary policy, the author concludes, were greatly responsible for originating the crisis. By concentrating primarily on stopping speculation, the analysis of the level of economic activity as a whole was neglected. Far from preventing the recession, this served to set it off.

Probablemente no es necesario insistir sobre la necesidad de una comprensión correcta de la operación del mecanismo monetario en los años inmediatamente anteriores a la Gran Depresión. Aunque es verdad que nunca dos ciclos son iguales, no es improbable que las principales características de 1928-1929—aparente ausencia de un boom real en los negocios, acompañada por un gran movimiento especulativo en las acciones—puedan volver a ocurrir. Para aquellos que consideran que el mecanismo monetario es o puede convertirse en un factor importante que afecta las actividades comerciales, el curso de los eventos de 1930-1932 brinda una clara evidencia de que se cometieron graves errores por parte de la Administración de Reserva, ya fuera por acción u omisión. Este documento hace un intento por establecer esos errores y por sugerir cómo podrían haberse evitado. Muchos consideran que nuestra experiencia reciente demuestra la incapacidad del Banco Central para influir en forma significativa en las condiciones comerciales, aunque utilice políticas apropiadas. Esta argumentación difiere ampliamente del punto de vista tomado aquí. La excusa del autor para aumentar la ya extensa literatura sobre el tema es que se presenta un punto de vista que, aunque está en armonía general con los puntos de vista expresados por diferentes economistas europeos tales como Keynes, Hawtrey y Cassel, hasta ahora ha recibido muy poco respaldo por parte de los escritores americanos.<sup>1</sup>

1 Véase especialmente Hawtrey, R.G., *The Art of Central Banking*, Cap. II, "Speculation and Collapse in Wall Street". Entre los escritores americanos, estoy más de acuerdo con mucho de lo escrito por C.O. Hardy en *Credit Policies of the Federal Reserve System*, Caps. VII y VIII.

El argumento de este escrito es brevemente el siguiente: generalmente se acepta que la teoría del patrón oro requería de una reversión de la política monetaria restrictiva aplicada en 1929. Sin embargo también se sostiene, generalmente, que dicho curso hubiera sido contrario a nuestros intereses domésticos. En otras palabras, se trataba de un caso en el cual los intereses internacionales estaban en conflicto con los nacionales, y la mayoría de los autores han concluido que en ese caso la Administración de la Reserva tenía justificación para ignorar las consideraciones internacionales. Por el contrario, en este escrito se argumentará que no había conflicto de intereses; que, en otras palabras, tanto las consideraciones internacionales como las nacionales requerían de una reversión de la política monetaria restrictiva aplicada a principios de 1929.

Luego de un breve resumen de la situación monetaria internacional en 1919, se prestará atención a la situación doméstica. Esto a su vez requiere, naturalmente, de una discusión sobre todo el problema de especulación con títulos valores como criterio de la política de la banca central. Se argumentará que el hecho de que la especulación con títulos valores sea una fuerza capaz de hacer que la situación de los negocios sea más o menos activa, no puede decirse sobre bases teóricas sino que, en última instancia, este análisis es un problema cuantitativo. Recientemente se ha encontrado disponible una cantidad considerable de datos estadísticos pertinentes sobre este período y es sobre este material que se basa en gran parte el estudio.

La historia de una rigidez monetaria creciente en todo el mundo hasta 1929 ha sido contada con tanta frecuencia que sólo los puntos sobresalientes serán tocados acá.<sup>2</sup> Hasta 1928 la presión sobre los países extranjeros resultante de nuestra nueva posición de acreedores ha sido sin duda exagerada, ya que parece que nuestros préstamos al extranjero estaban aumentando al mismo ritmo que los pagos de intereses de nuestros deudores. No obstante, es difícil exagerar la presión hacia la reducción de los precios mundiales resultante de la repentina disminución de los préstamos extranjeros otorgados y del aumento en los préstamos obtenidos en 1928-1929. La presión se intensificó por varios otros factores. El franco había sido estabilizado en 1926 en una cifra que dio a Francia una balanza de pagos favorable. La presión sobre los precios de otros

2 Para un recuento excelente véase Hansen, A.H., *Economic Stabilization in an Unbalanced World*, Caps. I-V.

países como resultado de esta circunstancia fue aliviada por nuestra política de expansión de 1927 y la subsiguiente salida de oro con destino principalmente a Francia. El aumento de los precios en Francia en 1926-1928 no fue suficiente, sin embargo, para equilibrar sus pagos internacionales, y la presión sobre la reducción de precios mundiales debida a este hecho continuó existiendo hasta bien entrada la década de los 30. De nuevo, fue en 1929 cuando Alemania comenzó a pagar a la par, tanto los intereses como las reparaciones de guerra. Los ajustes deflacionarios consecuentes con la política de regreso al patrón oro que aplicaba la Gran Bretaña no se habían completado. Finalmente, como lo indica el Sr. Hawtrey, es probable que nuestra eficiencia en producción estuviera aumentando con relación a la del resto del mundo, y que esto ejerciera una presión hacia la rebaja de precios en otros países.<sup>3</sup>

Es importante anotar que la presión combinada de estos factores hacia la rebaja de precios en otros países fue verdaderamente deflacionaria ya que involucró pérdidas, presiones para reducir salarios y desempleo. Debido a nuestras crecientes tasas de interés, en 1929 la presión sobre los bancos centrales extranjeros para que retuvieran sus reservas de oro alcanzó un punto crítico. Como el Sr. Keynes muy bien lo ha dicho:

La alta tasa de interés del mercado que, antes del colapso, fue mantenida por el Sistema de Reserva Federal en su esfuerzo por controlar el entusiasmo de la multitud especuladora, jugó en los Estados Unidos —y como resultado de una reacción autoprotectora en el resto del mundo— un papel esencial en el desencadenamiento del rápido colapso. Porque no podría haberse evitado que esta tasa de interés punitiva tuviese sus repercusiones en la tasa de nuevas inversiones, tanto en los Estados Unidos como en todo el mundo, y que estuviese destinada, por consiguiente, a preludiar una era de precios en descenso y de pérdidas en los negocios en todas partes.<sup>4</sup>

Por lo tanto, mientras que en el campo puramente doméstico se requería de una expansión de los medios de pago para mantener relativamente estables los precios de los bienes de consumo y la actividad empresarial, la expansión de los medios de pago necesari-

3 Hawtrey, R.G., *op. cit.*, pp. 49-50.

4 *Treatise on Money*, II, p. 196.

ria para facilitar el ajuste del comercio internacional en 1929 era probablemente de tal naturaleza, que hubiera dado origen a un aumento real de los precios americanos si hubiese sido evitada una depresión mundial en la cual nosotros inevitablemente nos hubiésemos involucrado. Es imposible decir qué tanta expansión hubiera sido necesaria, ya que esto depende en gran parte de cómo hubieran respondido nuestros préstamos extranjeros a la rebaja en la tasa de interés de largo plazo.

Por consiguiente, es evidente que la prueba pesa sobre aquellos que apoyaron una política restrictiva en 1929. Consideraciones internas de la mayor importancia sólo podrían justificar, en la primavera de 1929, una política restrictiva continuada en el país, en vista de la evidencia de una creciente tensión monetaria en el extranjero. La consideración doméstica sobre la cual se basó la política restrictiva fue, naturalmente, la especulación con títulos valores.

El rechazo hacia los préstamos para títulos valores ha existido en un grado variado en toda la historia de nuestra banca; existen muchas indicaciones de ello en la Ley de la Reserva Federal, y nunca ha estado completamente ausente de las mentes de los administradores del Sistema. Sin embargo, nunca, como en el período 1928-1929, se permitió que el deseo de frenar la especulación dominara tan marcadamente la política hasta el punto de excluir prácticamente cualquier otra consideración. No existe ninguna indicación de que los oficiales de la Reserva Federal hayan modificado su actitud en ningún sentido desde entonces. Más bien, los eventos subsecuentes solamente han tendido a fortalecer su convicción de que ellos erraron únicamente en no buscar una política restrictiva más vigorosa.

El argumento oficial contra el rápido crecimiento de los préstamos para títulos valores parece ser que: (1) ayuda a la especulación, lo cual es improductivo; (2) priva a los negocios "legítimos" de préstamos; (3) contribuye a una expansión demasiado rápida de los préstamos; (4) conduce a un aumento en las tasas de interés, penalizando de esta forma los negocios "legítimos".

No se pretende dedicar ningún espacio a la primera objeción —que la especulación es improductiva— ya que la discusión nos alejaría demasiado y nuestro interés aquí se concentra en los aspectos especulativos referentes al ciclo de los negocios. Sin embargo, no puede haber ninguna duda de que esta objeción jugó

un papel importante en la activación de la política de la Reserva Federal.

Es interesante observar que de las objeciones restantes, dos —que la especulación priva a los negocios "legítimos" de los préstamos y que conduce a altas tasas de interés, penalizando de esta forma los negocios "legítimos"— implicaron que la especulación era deflacionaria o restrictiva en sus efectos. La otra —que la especulación estaba conduciendo a una expansión demasiado rápida del "crédito"— sugiere, por otra parte, que las autoridades de la Reserva Federal consideraron que la especulación era inflacionaria en sus efectos sobre los negocios. A pesar de las diferentes implicaciones de estas objeciones, la política sugerida en cada caso fue de índole restrictiva.

No hace falta prestar mucha atención al punto de vista oficial de que la especulación con títulos valores "absorbe el crédito", ya que es muy probable que, de acuerdo con su costumbre invariable, los funcionarios de la Reserva Federal estuviesen utilizando el término crédito para referirse a los préstamos. Si la palabra se entiende en este sentido, el argumento es simplemente que si los bancos prestan más de una cantidad determinada de sus recursos a los especuladores, pueden prestarle menos a los negocios. En consecuencia puede ser que, debido a este hecho, exista menos disponibilidad de préstamos para los negocios en toda la comunidad; en otras palabras, que los depósitos a la vista transferidos a los compradores de títulos valores estén realmente comprometidos en la especulación. Sin embargo, es difícil reconciliar esta implicación con la declaración de la Junta de Reserva Federal en el sentido de que el producto de los préstamos de los comisionistas fue eventualmente utilizado por los negocios.<sup>5</sup> Esto haría ininteligible la actitud oficial, a menos que asumamos que únicamente se refería al primer uso de los depósitos bancarios. Pero en este caso la objeción, desde el punto de vista del ciclo de los negocios, parece ser irrelevante.

Todavía no hay mucho consenso sobre el asunto de si la especulación absorbe el crédito en el sentido de los depósitos a la vista. Generalmente se acepta que la bolsa de valores es manejada tan eficientemente que requiere de la utilización continua de sólo un pequeño volumen de depósitos. Formas más graves en las cuales la especulación puede causar el crecimiento de la circulación finan-

5 Annual Report of the Federal Reserve Board, 1929, p. 12.

ciera a expensas de la circulación industrial son las mencionadas por el señor Keynes y por el profesor Williams. El punto de vista del primero es que los precios de las acciones en alza pueden conducir a incrementar las expectativas bajistas, lo que se manifestaría en una mayor preferencia por los depósitos que por los títulos valores.<sup>6</sup> Aunque esto es bastante probable, es imposible en la actualidad obtener datos cuantitativos sobre ello. Puede indicarse, sin embargo, que si un aumento en la tasa de interés de corto plazo acompaña el aumento en los precios de las acciones, es tan innecesario como costoso para los inversionistas dejar el producto de la venta de las acciones en forma de depósitos a la vista sin que den un rendimiento. No obstante, si el aumento en los precios de las acciones coincide con la baja en las tasas de interés, habrá más probabilidades de que el producto de la venta de acciones sea conservado de manera ociosa, como depósitos a la vista.

El profesor Williams argumenta que la absorción de depósitos en la especulación no es necesariamente evidente en Nueva York. Pueden ser "absorbidos" en todo el país al ser utilizados para la compra de acciones. Si un mayor volumen de depósitos es utilizado diariamente para este fin, no puede al mismo tiempo tener otros usos.<sup>7</sup> Aunque este aspecto parece ser perfectamente válido, existen diversas consideraciones que sugieren que esto no era de gran importancia cuantitativa en el período bajo consideración.<sup>8</sup> Se podrá notar que solamente hace referencia a la compra de acciones con depósitos. Pero la mayor parte de las transacciones las realizan los grandes comerciantes que mantienen cuentas con los comisionistas. Las órdenes de compra son debitadas a estas cuentas y las de venta acreditadas. Luego de que se ha realizado la compensación dentro de la firma de comisionistas y entre comisionistas, el saldo se paga mediante un cheque sobre un banco de Nueva York. Nuevamente, parte de los nuevos depósitos que fluyen hacia la compra de acciones habrían ido normalmente a la compra de bonos, reducción de hipotecas y similares, o se habrían dejado sin colocar. No puede asumirse que hubieran sido utilizados para comprar bienes, al no haber sido usados para la compra de acciones.

6 O puede conducir a una disminución en la tendencia a la depresión de los precios con resultados opuestos. Véase: *Treatise on Money*, I, p. 253.

7 *Quarterly Journal of Economics*, agosto, 1931, p. 571.

8 Puede anotarse que el profesor Williams estaba interesado únicamente en la posibilidad de absorción bajo esta forma. No expresó su punto de vista sobre la cuestión factual.

Puede verse que el asunto de la "absorción" proviene de la tasa y del tipo de gastos. Además de los efectos sobre los gastos ya mencionados, existe la posibilidad de que los ahorros puedan disminuir por el cobro y gasto de las utilidades de los títulos, por los mayores gastos de los comisionistas y su personal y el menor incentivo para ahorrar parte de los ingresos, los cuales podrían ser afectados por la existencia de utilidades para los títulos. Además, si la especulación es acompañada por tasas de interés crecientes, existe una tendencia a que las grandes sociedades le presten a los especuladores depósitos que de otra forma estarían ociosos. Por otra parte, los especuladores, siendo más ricos, pueden mantener cuentas corrientes más grandes, existiendo un mayor incentivo para ahorrar parte de los ingresos con el fin de comprar acciones para la futura valorización esperada.

El efecto neto sobre los ahorros y los gastos de estas diferentes fuerzas en conflicto es un problema cuantitativo sobre el cual, desafortunadamente, poseemos pocos datos cuantitativos. Además, el efecto neto debe variar en ciclos diferentes y en diferentes momentos en el mismo ciclo. No sabemos cuánto nuevo dinero se estaba utilizando para la compra de acciones; cuánto era devuelto a los negocios mediante nuevas emisiones u otras formas; o cuánto era retirado como utilidades de los títulos y gastado en bienes de consumo. Sin embargo, existen evidencias de que, lejos de absorber fondos, la especulación realmente operó para aumentar el poder de compra efectivo de la comunidad. Desde comienzos de 1928 hasta mediados de 1929 el volumen de medios de pago declinó. A pesar de esto, los ingresos monetarios aumentaron lo suficiente como para poder absorber un flujo considerablemente mayor de bienes a precios estables. La velocidad de ingreso del dinero aumentó 1.3 por ciento en 1928 y 4.5 por ciento en 1929.<sup>9</sup> Parece razonable suponer que un factor importante que contribuyó a esta mayor velocidad fue el retiro de grandes depósitos inactivos de las compañías, atraídos por las altas tasas de dinero para préstamos garantizados a corto plazo. Una declaración conservadora sería que, aunque los requerimientos de circulación financiera pudiesen haber aumentado, esto no condujo, sin embargo, a una disminución en la circulación industrial. Por el contrario, esta última en realidad aumentó.

9 Calculado por el autor. *Quarterly Journal of Economics*, febrero, 1934, p. 354.

Otra objeción a la especulación, que aparentemente influyó en gran medida ante la Junta del Banco de Reserva Federal de Nueva York, es de naturaleza bastante diferente de la que acabamos de considerar. Se argumentó que la especulación estaba conduciendo a una expansión demasiado rápida del volumen total del "crédito".<sup>10</sup> Si por crédito se entiende préstamos e inversiones, tanto de bancos como de otros, la expansión de los préstamos para títulos valores era una expansión del crédito. Pero si el crédito se entiende en este sentido, es difícil ver la relevancia de una comparación de su tasa de crecimiento con la del volumen físico del comercio, comparación hecha por el gobernador del Banco de la Reserva Federal de Nueva York. La comparación adecuada es la de los medios de pago con el volumen del comercio.<sup>11</sup> Aunque esta comparación no es esclarecedora sin hacer referencia a la tasa y al tipo de gasto de los medios de pago. Sin embargo, si se desea comparar los ingresos y gastos monetarios con el nivel de producción, nos encontramos nuevamente con el obstáculo de la falta de datos adecuados. Solamente podemos juzgar la idoneidad de los gastos mediante una referencia al movimiento de los precios. Se ha señalado anteriormente que la especulación en 1928-1929 probablemente tuvo el efecto de aumentar en algo los ingresos y gastos. Que estos no aumentaron más rápidamente que el producto, sin embargo, se evidencia en la relativa estabilidad de los precios de los bienes junto con la ausencia de inventarios excesivos.

Una de las formas más graves por las que un mercado de valores en ascenso puede originar inestabilidad en los negocios se presentaría provocando un período de altas tasas de interés. Este argumento no fue invocado por la Administración de la Reserva al comienzo de su campaña contra la especulación por razones obvias —las tasas de interés habían estado cayendo regularmente hasta ese momento—. Sin embargo, fue utilizado de manera creciente durante 1928-1929. Fue el principal argumento anticipado en la famosa carta de febrero 2 de 1929. "La extraordinaria absorción de fondos en préstamos para especulación con títulos valores que ha caracterizado al movimiento del crédito durante el año o años an-

10 *Senate Hearings on S.R. 71, 1931*, pp. 66 y ss.; p. 286.

11 En vista de la creencia actual de que el "crédito" se había expandido mucho en los años anteriores a la caída de la bolsa de valores, es interesante anotar que la expansión de la oferta monetaria total del país, de junio 30 de 1926 a junio 30 de 1929, fue de 1.4 por ciento por año y que la tasa de expansión anual disminuía regularmente. Véanse cuadros en páginas siguientes.

teriores merece, a juicio de la Junta de Reserva Federal, particular atención para que no se convierta en un factor decisivo que opere en función de una afirmación adicional de las tasas del dinero en perjuicio de los intereses comerciales del país."<sup>12</sup> El argumento se repitió nuevamente en abril de 1929. "...el deseo que tiene el sistema de ver las tasas monetarias a un nivel menor, se ha debido en parte a que cayó en cuenta de los malos efectos que las altas tasas monetarias continuadas causan sobre los negocios domésticos, y en parte, a su no disposición a retirar oro del extranjero, con los consecuentes efectos que esto tiene sobre el aumento en las tasas monetarias en otros países, algunos de los cuales están actualmente sufriendo depresión industrial."<sup>13</sup> Dos ejemplos específicos del efecto de las altas tasas de interés fueron citados; la dificultad de los bonos flotantes parecía estar desacelerando la industria de la construcción y causando una declinación drástica en la flotación de los bonos extranjeros.

Algunas veces se ha objetado que el costo del dinero a largo plazo en 1928-1929 no fue un impedimento para la expansión, ya que las firmas podían obtener más dinero mediante la emisión de acciones a un bajo costo en dividendos actuales. Esta vía, sin embargo, estaba abierta solamente para aquellas firmas cuyas acciones se encontraban inscritas en el mercado bursátil. Aun en dichos casos, debe recordarse que los ejecutivos no se preocupan solamente por ganar los dividendos actuales sobre las nuevas acciones; están así mismo interesados en aumentar las utilidades por acción para justificar el alto precio de las acciones que les permitieron obtener fondos a un bajo costo en dividendos actuales. Si se esperara únicamente que la nueva inversión generase lo suficiente para cubrir los dividendos presentes sobre las nuevas acciones emitidas, y que los dividendos fuesen menores a las ganancias, las utilidades unitarias de todas las acciones se reducirían. Sin embargo, entre más alto sea el precio de venta de una acción con relación a sus utilidades, mayor será la probabilidad de que el dinero obtenido mediante la emisión de nuevas acciones aumente las utilidades por acción. Aunque realmente hubo un aumento en la emisión de nuevas acciones, diferente a la emisión de fideicomisos de inversiones, aparentemente el crecimiento de la construcción, posibilitado de esta forma, no fue suficiente para compensar la declinación consecuente a la baja en la emisión de bonos e ipo-

12 *Annual Report, F.R.B., 1929*, p. 4.

13 *Federal Reserve Bulletin*, abril, 1929, p. 244.

tecas de finca raíz. Esto tal vez se debió al conservadurismo natural de las grandes sociedades, y al hecho de que la muy alta relación precio-utilidades era aplicable sólo a un grupo comparativamente pequeño de compañías, principalmente de naturaleza monopolística.<sup>14</sup>

Tal vez sea innecesario desarrollar el asunto de que un largo período de altas tasas de interés es enemigo de una actividad comercial continuada, ya que éste es uno de los pocos puntos sobre los cuales prácticamente todos los escritores parecen estar de acuerdo. Es importante indagar, no obstante, hasta qué punto fue responsable la especulación del aumento anormal en las tasas de interés. Desafortunadamente, es imposible determinar con cualquier grado de exactitud en qué medida el aumento en las tasas de interés en el movimiento ascendente de 1928-1929 se debió a una mayor demanda de préstamos por parte de empresarios y especuladores, y en qué medida a la política de la Reserva Federal. Este autor se inclina por el punto de vista de que el último factor fue más importante. El aumento en los préstamos para títulos valores, aun si la cantidad total de medios de pago permanece constante, no significa necesariamente un aumento en los nuevos ahorros que van hacia la compra de acciones. Un fideicomiso de inversiones puede, por ejemplo, vender su portafolio de acciones y prestar a individuos el producto de esta venta a través de comisionistas para la compra de las mismas. Nuevamente, el producto de los préstamos de los comisionistas puede ser entregado a compañías que están consiguiendo dinero mediante la emisión de nuevas acciones. Las compañías pueden volver a prestar este dinero a comisionistas o pueden usarlo para liquidar su deuda a corto o a largo plazo. Los anteriores poseedores de estas deudas están ahora en posición de volver a prestar el dinero a los comisionistas. De esta y otras formas, los préstamos de los comisionistas pueden representar fondos que han sido vueltos a prestar sucesivamente. En lo que respecta a su efecto sobre las tasas de interés, este hecho indica una importante diferencia entre un aumento en los préstamos de los comisionistas y un aumento en las nuevas emisiones de bonos. En el primer caso, cuando el aumento responde a que se vuelven a prestar los mismos fondos, no se requiere ningún nuevo acto de ahorro de los ingresos. En el segundo, cuando una cierta suma es desembolsada, digamos para la construcción de capital fijo, se requiere de un nuevo acto de ahorro

14 Cf. *Standard Earnings Bulletin*, abril, 1932, p. 2.

por parte de los agentes de la producción antes de que la suma esté nuevamente disponible para ser prestada. Un aumento en las emisiones de bonos para la construcción, lo que constituye una verdadera captación de los ahorros disponibles de la comunidad debe tener, por lo tanto, un mayor efecto sobre la tasa de interés que un aumento equivalente en los préstamos de los comisionistas. En otras palabras, los préstamos de los comisionistas, en lo que tiene que ver con sus efectos sobre las tasas de interés, se asemejan probablemente más a las emisiones de refinanciación que a las nuevas emisiones de bonos. En la medida en que el producto de los préstamos de los comisionistas fue gastado por los consumidores (cobro de utilidades de los títulos) o por compañías de la construcción, la captación de los ahorros de la comunidad fue compensada parcialmente por la declinación en las emisiones de bonos.

Además de estas consideraciones teóricas, existe alguna evidencia inductiva que apoya el punto de vista de que la política de la Reserva Federal, antes que el aumento en los préstamos de los comisionistas, fue la principal responsable del aumento en las tasas. Una inspección detallada de las fluctuaciones de las tasas de interés, 1927-1929, revela una correspondencia mucho más estrecha de éstas con la política bancaria que con el curso seguido por los préstamos de los comisionistas. Por ejemplo, durante la política de dinero fácil de 1927, la tasa promedio de renovación de los préstamos a corto plazo cayó de 5.16 por ciento en diciembre de 1926, a 4.38 por ciento en diciembre de 1927, mientras que los préstamos de los comisionistas aumentaron U.S. \$1.140.000.000 en el mismo período<sup>15</sup>. Cuando se inició una política de restricción de dinero, la tasa de estos préstamos aumentó entre 4.24 en enero y 6.21 en junio de 1928, mientras que los préstamos de los comisionistas aumentaron solamente en U.S. \$465.000.000. Nuevamente, la compra de pagarés por los bancos de la Reserva Federal del 1o. de octubre al 30 de noviembre de 1928 parece ser la principal responsable de la baja en las tasas de interés de los préstamos garantizados a corto plazo de 7.26 por ciento en septiembre, a 6.67 por ciento en noviembre, en vista de un aumento en los préstamos de los comisionistas de U.S. \$878.000.000. En forma similar, la tasa promedio de renovación de estos préstamos aumentó entre 7.05 por ciento en enero y 8.91 por ciento en mayo de 1929, mientras que los préstamos de los comisionistas mostraron una disminución

15 A menos que se indique lo contrario, todas las estadísticas de este documento han sido obtenidas del *Annual Report of the Federal Reserve Board*, 1930.

real desde enero 31 hasta mayo 31 de 1929. Esto sucedía durante el período en que los bancos de la Reserva ejercían una "presión directa" y efectuaban altas ventas de pagarés y títulos valores. Tal evidencia tiende a mostrar que la rapidez y la magnitud del aumento en las tasas de interés puede atribuirse en gran parte a la política de la Reserva Federal, aunque no se puede negar que las mayores demandas especulativas para préstamos a corto plazo fueron un factor que contribuyó a esa situación. La reacción adecuada de un banco central fuerte ante un aumento en las tasas de interés originado por la especulación será considerada más adelante.

Algunos otros efectos perturbadores de la especulación con títulos valores pueden mencionarse. Casi siempre, una baja violenta en los precios de las acciones disminuye momentáneamente la inversión. Además del pesimismo que genera, por lo menos temporalmente, puede conducir, como lo hizo en 1929, a una declinación drástica en nuevas emisiones, tanto de acciones como de bonos. Si la duración de la baja es corta, la postergación de nuevas emisiones puede no ser muy grave o, si la baja no es severa, el mercado de nuevas emisiones puede ser perturbado muy ligeramente. Aunque normalmente se esperaría que un descenso en el mercado de acciones origine una disminución de la inversión y un aumento en los ahorros, el efecto neto sobre la actividad económica se determinará en gran parte por la tendencia que muestren los negocios en el momento de la baja. Así, un descenso puede simplemente moderar una tendencia al alza o puede acelerar una tendencia a la baja. El efecto depresivo del *crash* de 1929 no se debió tanto a su violencia como al haber ocurrido después de que los negocios habían tomado una tendencia hacia la baja.

El ascenso y la caída de los precios de los títulos valores puede tener en otra forma una influencia perturbadora. Se ha indicado frecuentemente que los ahorros de algunos individuos y el cobro y gasto de las utilidades de los títulos valores por parte de otros puede afectar las utilidades de diferentes industrias y contribuir de esta forma a un desajuste específico.

Diversas objeciones al aumento de los precios de los títulos valores, acompañado por un rápido crecimiento de los préstamos para su adquisición, han sido consideradas hasta el presente. Aunque se ha sostenido que algunas de estas objeciones no tienen fundamento, se pudo evidenciar que la especulación con valores era un

factor que podría causar el desequilibrio en los negocios y que, por lo tanto, esto incumbía a un banco central. El Sr. Keynes ha expresado este punto muy bien de la siguiente forma:

Por consiguiente, yo diría que una autoridad monetaria no tiene una relación directa con el nivel de valor de los títulos existentes según sea determinado por la opinión, pero sí tiene una relación indirecta importante si el nivel de valor de los títulos existentes se calcula con el propósito de estimular nuevas inversiones para acelerar los ahorros, o para lo contrario.<sup>16</sup>

Sin pretender haber agotado todas las posibilidades, hemos anotado formas en las cuales el aumento en los precios de los títulos valores puede afectar tanto los ahorros como la inversión. La especulación con títulos valores, por tanto, es uno de los factores que debe ser tomado en cuenta en la determinación del control por parte de la política bancaria. Debe enfatizarse, sin embargo, que esto no significa que la especulación con títulos valores deba ser siempre contrarrestada por una política bancaria restrictiva. Nuestra discusión sobre los efectos posibles de la especulación con títulos valores hasta este punto no puede proporcionar la respuesta a nuestro problema de determinar cuál debía haber sido la política bancaria apropiada en 1928-1929. Las preguntas cruciales siguen siendo: ¿debe tratar el banco central de controlar o contrarrestar y mitigar el efecto perturbador neto de la especulación con títulos valores?, ¿fue la especulación con títulos valores en 1928-1929 de importancia primordial? o, ¿existieron otras y más importantes fuerzas perturbadoras sobre las cuales se debería haber centrado la atención?, ¿fue prevista de la mejor forma la política de la Administración de la Reserva para modificar las fuerzas que originan una depresión? o, ¿funcionó más bien para intensificar esas fuerzas? Aquí se propone primero tratar brevemente el intento por controlar la especulación. Luego, sigue una consideración de la situación general de los negocios durante los años en cuestión, con lo cual estaremos más adelante en posición de evaluar la política desde el punto de vista de su efecto sobre la actividad comercial en general.

Existe la impresión generalizada de que la principal causa del fracaso del Sistema en el control de la especulación yace en la

16 *Treatise on Money*, I, p. 257.

suavidad de las medidas restrictivas aplicadas durante los primeros seis meses de 1928. La evidencia estadística disponible parece proporcionar poco apoyo a este punto de vista. El promedio diario de aceptaciones y valores del gobierno en poder de los bancos de Reserva disminuyó 409 millones de dólares desde enero hasta junio. Además, las existencias diarias promedio de oro cayeron en 258 millones de dólares en el mismo período. Como resultado de esto, los bancos miembros se vieron obligados a endeudarse con los bancos de Reserva por una suma superior a mil millones de dólares —el nivel más alto desde 1921—. Debido a la renuencia de los bancos miembros a mantener un endeudamiento continuo con los bancos de la Reserva, renuencia reforzada por un aumento en la tasa de descuento al 5 por ciento, la demanda neta de depósitos a la vista disminuyó 914 millones de dólares de diciembre 31 de 1927 a junio 30 de 1928.<sup>17</sup> Esto a su vez era, sin lugar a dudas, en gran parte responsable del aumento en la tasa de renovación de los préstamos garantizados a corto plazo entre el 4.24 por ciento en enero y el 6.21 por ciento en junio de 1928. A pesar del hecho de que esta política restrictiva era la más drástica que los bancos Federales hubieran aplicado conscientemente alguna vez, los precios de las acciones y los préstamos para títulos valores continuaron avanzando.

Puede objetarse, sin embargo, que la idoneidad de una política solamente puede ser juzgada por sus resultados; que el solo hecho de que los precios de las acciones hayan continuado creciendo es en sí mismo evidencia de que la política no fue suficientemente drástica. Supongamos, por tanto, que los bancos de Reserva hubieran dispuesto del resto de sus obligaciones y títulos valores y hubieran continuado aumentando la tasa de descuento hasta que los precios de las acciones cayeran y los préstamos para títulos valores disminuyeran. Asumamos que esto hubiera podido hacerse con suficiente rapidez y de tal manera que no hubiese interferencia con la actividad económica; ¿cuál habría sido entonces el resultado? Con el éxito de la política, las tasas de interés y los precios de las acciones hubieran parecido bajos, la posición técnica del mercado de valores habría sido buena y las utilidades de las compañías hubieran continuado aumentando. Difícilmente podría ser imaginado un escenario más favorable para un aumento en los precios de las acciones. No hay razón para creer que la oportunidad hubiera

17 Los depósitos a la vista "ajustados" de los bancos miembros disminuyeron 456 millones de dólares.

sido aprovechada solamente por compradores inmediatos. Se habría presentado casi inevitablemente un rápido aumento en los préstamos de los comisionistas. Tal vez hubiera sido necesario repetir la política de la Reserva Federal. Pero esta vez, y cada oportunidad subsiguiente, hubiera sido necesaria una dosis más fuerte con el fin de obtener los mismos resultados. Esta es en realidad la historia de la reacción del mercado de acciones a las continuas "advertencias" de la Junta en 1929. El *crash* y la bancarrota hubieran sucedido finalmente, al igual que en 1929, como resultado de una debilitada posición técnica del mercado, combinada con perspectivas de utilidades estacionarias o declinantes. En otras palabras, aun si el Sistema hubiera tenido éxito en su objetivo a principios de 1928, es improbable que los eventos subsecuentes hubieran sido muy diferentes de lo que realmente fueron.

Es sorprendente que ni las autoridades bancarias ni los autores que apoyaron sus políticas hayan discutido nunca, hasta lo que yo puedo saber, la probable secuencia de eventos que hubieran ocurrido si la política en 1928 hubiera sido exitosa en su objetivo inmediato. En realidad, las autoridades bancarias fueron muy cautelosas en admitir que el desplome del mercado de acciones era esencial para su plan. Esto fue revelado en el importante testimonio del Sr. Hamlin, un miembro de la Junta, ante el comité senatorial en 1931. Él expresó que "la posición del Banco de Nueva York fue que, comenzando al 6 por ciento, deberíamos iniciar una política de tasa afirmativa de aumentos sucesivos de las tasas de descuento hasta que la situación fuera corregida." El presidente del comité, el senador Glass, preguntó: "¿qué situación?"; el Sr. Hamlin contestó: "se me ha preguntado eso muchísimas veces. Yo creo que quiso decir 'hasta que el mercado de acciones estuviera liquidado'".<sup>18</sup>

A comienzos de 1929 la Junta decidió que la política de 1928 había fracasado en su objetivo y se preocupó más por la prolongada continuación de las altas tasas de interés. El Banco de Reserva Federal de Nueva York quiso ponerle fin siguiendo más vigorosamente la política de elevar las tasas aplicadas en 1928. La Junta, sin embargo, no aprobó esta política e instituyó la de "presión directa" sobre los bancos miembros, publicidad y advertencias.<sup>19</sup>

18 *Senate Hearings on S.R. 71, 1931*, p. 174.

19 *Ibid.*, Mr. Hamlin's testimony, pp. 164 y ss.

Esta presión sobre los bancos miembros para liquidar los préstamos para títulos valores originó unas tasas de interés aún más altas, aunque esto, aparentemente, no se esperaba, ya que hubo oposición a tasas de descuento más altas sobre la base de que perjudicarían los negocios y no evitarían la especulación.<sup>20</sup> Finalmente, el 9 de agosto de 1929, la tasa de descuento del Banco de la Reserva Federal de Nueva York fue aumentada al 6 por ciento. "El aumento no fue hecho, sin embargo, para controlar la especulación. Ese aumento fue parte de una política de relajamiento. Decidimos hacerlo bajando las tasas de las aceptaciones. La tasa de descuento del 6 por ciento fue sugerida únicamente para estimular a los bancos a utilizar el dinero de las aceptaciones para pagar por lo menos en parte sus descuentos."<sup>21</sup> Que el aumento de la tasa de descuento deba ser considerado como parte de una política de relajamiento es a primera vista difícil de entender. Aunque la rebaja de la tasa de compra para aceptaciones que resultó en mayores compras de éstas indudablemente tendió a bajar las tasas, con seguridad un aumento en la tasa de redescuento, cuando los bancos miembros tienen deudas con los bancos de Reserva hasta por mil millones de dólares, aumenta la presión sobre los bancos miembros para reducir esas deudas y tiende a originar tasas más firmes. En otras palabras, las dos acciones tendieron a neutralizarse entre sí en cuanto a sus efectos sobre las tasas de interés. Sin embargo, para nuestro propósito actual, lo importante es que el Sistema intentó varias políticas para provocar la liquidación y que todas ellas fallaron.

El empleo de una política de control del dinero para detener la especulación parece basarse en la teoría de que las altas tasas hacen más costosa la especulación y ejercen, además, un efecto psicológico depresivo. Pero de todos los grupos económicos, los especuladores son probablemente los menos sensibles a los cambios en las tasas de interés, ya que el costo del dinero prestado es pequeño en comparación con las fluctuaciones porcentuales en el valor de las acciones. El efecto psicológico deprimente de las altas tasas de interés depende de la opinión general en cuanto a si los niveles de los precios de las acciones son razonables. Aunque la Administración de la Reserva Federal negó que tuviera alguna intención de actuar como árbitro de los precios de los títulos valores, esto era en efecto lo que estaba haciendo, ya que la liquidación de los préstamos para títulos valores no podía presentarse sin una

20 *Ibid.*, Mr. Hamlin, p. 167; Dr. Miller, p. 143.

21 *Ibid.*, Mr. Hamlin, p. 173. No estoy seguro de que esto representa el punto de vista de todos los miembros de la Junta.

caída en los títulos valores. Pero si el grupo de los principales economistas, editores financieros y oferentes de servicios financieros, banqueros y hombres de negocios consideran que los precios de las acciones están razonablemente en concordancia con las utilidades, es difícil ver cómo estos precios pueden ser disminuidos y mantenerse bajos, a menos que se espere que la política del banco central tenga como resultado menores utilidades. Si el aumento en los precios de las acciones tiene o no una base razonable en las utilidades y sus perspectivas, una política que dependa para su éxito de precios más bajos debe ser considerada cuidadosamente, antes de adoptarla.<sup>22</sup>

Desde el punto de vista del argumento de este escrito, es en gran medida insustancial lo altos o bajos que puedan ser los precios mismos de las acciones. Lo importante es la consecuencia de estos niveles de precios altos o bajos. Ya hemos considerado algunas de las posibles consecuencias de la especulación. Se pretende ahora pasar a las condiciones reales de los negocios. No es posible desvincular el efecto de la especulación en los negocios de todos los demás factores que los afectan; pero afortunadamente ello no es necesario, debido a que la política del banco central debe ocuparse del efecto neto de todas las diversas fuerzas que están actuando en cualquier momento en particular.

La impresión general parece ser que no solamente hubo un "boom de especulación" en 1928-1929 sino que estuvo, además, acompañado de lo que ahora generalmente se llama un "boom de los negocios". Si un boom de los negocios prevaleció o no en 1928-1929 es una pregunta extremadamente importante para evaluar la política del banco central en sus aspectos más amplios.

En primer término, debe indicarse que la respuesta a la pregunta depende de cuál se considera que es la característica peculiar de un boom. Creo que es correcto decir que el término, en su uso normal, connota una condición en la cual los ingresos monetarios, para un período considerable, están aumentando con más rapidez que la producción de bienes. Esto resulta en un aumento en los

22 Sobre este aspecto podrían ser estudiadas con gran provecho varias comparaciones sobre el curso de las utilidades y los precios de las acciones y sobre la evidencia de la selectividad del mercado, cuyas exigencias de espacio impiden que sean reproducidas acá. Véase el *Standard Earnings Bulletin*, abril, 1932, pp. 2, 22-25 y el *Standard Base Book*, noviembre 11, 1931, p. 4. También de Mills, F.C. *Economic Tendencies*, pp. 496-99.

precios de las mercancías, ganancias anormales, trabajo en horas extras, creciente ineficiencia y especulación con bienes de consumo que fomenta el atesoramiento de bienes. Tal situación es obviamente indeseable y extremadamente difícil de traducir en un período de saludable prosperidad sin que primero intervenga una depresión. Por otra parte, un período en el cual el aumento en la producción está siendo absorbido por los consumidores a precios estables, en el cual, aunque la mayoría de los factores de producción son plenamente utilizados, hay todavía alguna laxitud, y en el cual las firmas pueden obtener utilidades debido a la eficiencia en la producción y no porque los costos se queden atrás de los precios de venta crecientes, aparentemente sería eminentemente deseable. Parecería que las condiciones de la economía en 1928-1929 se aproximaron más estrechamente a esta última situación de deseable prosperidad que a la del *boom* indeseable.

La *Tabla I* presenta varias series que ilustran el movimiento de algunos factores significativos para el período 1928-1929. Las exigencias de espacio impiden, lo que por lo demás sería deseable, una discusión de su relevancia, alcance y exactitud. Las series según aparecen, sin embargo, sirven para resaltar las características generales de la situación industrial y son pautas más seguras que las opiniones y las observaciones casuales.

La evidencia disponible sobre las existencias es contradictoria. La *Tabla II* presenta cuatro series. El aumento relativamente mayor mostrado por el índice del Departamento del Comercio se debe sin duda en gran parte a la mayor incidencia que le da a las materias primas.

Una inspección detallada de la evidencia estadística presentada en las *Tablas I* y *II* sugiere que el período de 1923-1929 fue anormal sólo en el sentido de ser inusualmente próspero. El profesor Mills, concluyendo su exhaustivo análisis de este período, comentó que "con relación a las necesidades básicas de la población, el volumen de bienes de todas las clases producidos en los Estados Unidos estaba aumentado entre 1922 y 1929 a una tasa probablemente nunca antes sostenida para un período de tiempo similar."<sup>23</sup> Fue "un período que, en retrospectiva, había tomado algunos de los aspectos de una edad de oro."<sup>24</sup>

23 Mills, F.C., *op. cit.*, p. 530.

24 *Ibid.*, p. 529.

TABLA I  
VARIAS SERIES QUE ILUSTRAN LAS CONDICIONES  
COMERCIALES, 1923-1929

AÑO:	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1923	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	5.8	7.5	100.0	100.0	100.0
1924	102.0	101.8	100.0	97.3	110.4	97.6	99.8	103.6	100.7	87.8	5.1	6.4	110.0	97.4	128.9
1925	108.2	108.7	99.3	104.5	146.3	99.6	102.7	104.5	113.6	120.3	6.2	8.3	100.0	94.8	143.8
1926	113.8	111.8	102.3	110.7	153.3	96.6	102.5	107.2	116.1	119.0	6.0	7.9	110.0	92.4	145.4
1927	116.7	114.8	102.3	109.8	153.6	93.3	101.0	108.1	118.0	105.8	5.2	6.8	125.0	89.8	175.2
1928	119.9	116.6	103.7	115.1	159.7	93.9	99.8	109.0	128.4	132.3	6.0	7.9	120.0	90.2	164.9
1929	124.9	116.6	108.3	119.6	140.4	93.0	99.9	109.9	130.6	139.7	6.2	7.7	145.0	94.4	164.3

TASA ANUAL DE CAMBIO															
1923-24	3.8	2.6	1.3	3.0	5.8	-1.2	...	1.6	4.6	5.7	...	...	6.4	-1.0	8.7
1923-26	4.4	3.8	0.7	3.5	15.3	-1.2	...	2.3	5.1	5.9	...	...	3.2	-2.7	13.0
1926-29	3.1	1.4	1.9	2.6	-3.0	-1.2	...	0.8	4.0	5.5	...	...	9.6	0.7	4.6

FUENTES:

- 1 INGRESO NACIONAL. Copeland, Morris A. *Journal of Political Economy*, diciembre de 1932, p. 773.
- 2 OFERTA MONETARIA, JUNIO 30. Depósitos a la vista ajustados de todos los bancos más efectivo fuera de los bancos. Currie, Lauchlin. *Quarterly Journal of Economics*, noviembre de 1933, p. 84.
- 3 VELOCIDAD DEL INGRESO. *Ibid.*, febrero de 1934, p. 354.
- 4 PRODUCCIÓN FÍSICA. Mills, F.C. *Economic Tendencies*, 1932, p. 243
- 5 CONSTRUCCIÓN. *Ibid.*, p. 267.
- 6 PRECIO DE BIENES MANUFACTURADOS. *Ibid.*, p. 333.
- 7 COSTO DE VIDA. Índice del Departamento del Trabajo. Extracto estadístico de los Estados Unidos, 1932, p. 311.
- 8 SALARIOS. Índice Snyder, Mills, F.C. *op. cit.*, p. 502.
- 9 INGRESOS BRUTOS TODAS LAS SOCIEDADES. Nerlove, S. H. *A Decade of Corporate Incomes*, 1932, p. 6.
- 10 INGRESOS NETOS TODAS LAS SOCIEDADES. *Ibid.*, p. 13
- 11 RELACIÓN DE NETO A BRUTO. *Ibid.*, p. 30.
- 12 TASA DE RENDIMIENTO SOBRE EL CAPITAL INVERTIDO. *Ibid.*, p. 40.
- 13 DÉFICIT DE COMPAÑÍAS. Estadísticas de Reportes de Ingresos de los Estados Unidos.
- 14 RENDIMIENTO DE LOS BONOS. Mills, F.C. *op. cit.*, p. 455.
- 15 NUEVAS EMISIONES DE CAPITAL NETO. *Ibid.*, p. 427.

Si algún año debiera ser destacado como el año pico de este período, sería 1925 en lugar de 1929. A pesar del hecho de que 1924 fue, relativamente, un año de recesión más severa que 1927, la tasa anual de aumento de la mayor parte de las series fue mayor en el período de 1923-1926 que en el período 1926-1929.

TABLA II  
INVENTARIOS, 1923-1929

AÑO	TODAS LAS SOCIEDADES QUE SE REPORTARON <sup>1</sup> (miles de millones)	729 SOCIEDADES IDÉNTICAS <sup>2</sup> (miles de millones)	ACCIONES DE ALMACENES POR DEPARTAMENTO <sup>3</sup>	ACCIONES DE BIENES DE CONSUMO <sup>4</sup>
1923.....		4.5	100.0	100.0
1924.....	19.4	4.5	103.0	107.4
1925.....	19.6	4.8	104.0	108.4
1926.....	20.9	5.0	105.0	121.1
1927.....	21.0	4.9	105.0	127.4
1928.....	20.8	5.0	103.0	129.5
1929.....	21.9	.....	102.0	144.2
TASA ANUAL DE CAMBIO				
1923-29			0.3	6.3
1923-26			1.6	6.6
1926-29			-1.0	6.0

<sup>1</sup> United States Statistics of Income Reports. El número de sociedades que reportaron los balances generales aumentó cada año; de un total de 346.388 en 1924, a 398.815 en 1929.

<sup>2</sup> Currie, Lauchlin, *Quarterly Journal of Economics*, agosto 1931, p. 699.

<sup>3</sup> Federal Reserve Board Index, *Annual Report*, 1929, p. 207.

<sup>4</sup> United States Department of Commerce Index.

Respecto al *boom*, en el sentido en que se definió anteriormente, se notará que los precios de los bienes de consumo estaban bajando en lugar de aumentar.

Las utilidades totales, expresadas como porcentaje del capital invertido, permanecieron sorprendentemente constantes durante todo el período, con el pico en 1925. Los déficits de las compañías, que se hubiese podido esperar que disminuyeran durante los años del *boom*, mostraron un aumento considerable de 1923 a 1929. La *Tabla III* muestra los años en los cuales los principales grupos industriales, excluyendo la agricultura, experimentaron utilidades netas absolutas máximas y mínimas en el período de 1923-1929.<sup>25</sup> Cuando se considera que no se da ningún margen para el crecimiento de largo plazo, debe admitirse que la ausencia de un movimiento general hacia el alza en las utilidades es difícilmente lo

que se podría esperar en un período de *boom*. Solamente uno de los dieciséis grupos logró sus utilidades máximas en 1928 y sólo cinco en 1929.

La información disponible no indica un crecimiento especulativo de los inventarios. No tenemos evidencia confiable para indicar la extensión del trabajo en horas extras o, alternativamente, el grado de "laxitud" en el sistema, pero la discusión constante del problema del desempleo tecnológico indicaría que el problema era de subutilización de mano de obra y no de sobreutilización. La evidencia disponible señala el aumento en lugar de la disminución de la eficiencia en la producción durante este período.<sup>26</sup>

La comparativa estabilidad de los precios de los productos primarios, que se menciona acá como uno de los factores que indica la ausencia de condiciones de *boom*, ha sido frecuentemente citada como evidencia de "inflación". Se argumenta que los progresos en la técnica de producción y la ampliación del método de produc-

TABLA III  
AÑOS DE UTILIDADES NETAS MÍNIMAS Y MÁXIMAS  
DE 16 GRUPOS INDUSTRIALES, 1923-1929

AÑO	NÚMERO DE GRUPOS QUE REPORTAN UTILIDADES MÁXIMAS	NÚMERO DE GRUPOS QUE REPORTAN UTILIDADES MÍNIMAS
1923	4	6
1924	.....	3
1925	4	.....
1926	.....	1
1927	2	4
1928	1	1
1929	5	1

ción indirecto resultan en una reducción de costos. Si los precios de venta no bajan correspondientemente, resultan utilidades anormales y se presenta "inflación". Este argumento, en cuanto se aplica a la situación de 1923-1929, puede cumplirse de varias maneras. En primer lugar, puede indicarse que los índices acostumbrados de los precios de bienes primarios no son particularmente

<sup>25</sup> Adaptado de Mills, F.C., *op. cit.*, p. 482, 484.

<sup>26</sup> Mills, F.C., *op. cit.*, p. 291.

relevantes en una discusión de esta naturaleza. Los precios están compuestos en gran parte de bienes comparativamente simples, susceptibles de ser clasificados y de calidad uniforme durante todo un período. Los bienes más elaborados, en cuya producción se han hecho grandes progresos, generalmente no se incluyen en las cifras del índice de precios al por mayor. Aun si su inclusión nos dejara todavía con precios estables, esto no significaría necesariamente utilidades anormales para los empresarios, ya que este punto de vista se basa en la presunción de que los procesos competitivos funcionan solamente mediante la baja de precios. Pero hay otra forma simple, aunque menos obvia, mediante la cual las ganancias que resultan de las mejoras en producción se pasan a la comunidad en lugar de ser retenidas por sus generadores. Las empresas no compiten solamente en precios; también compiten por mano de obra. Una empresa que está en posición de ampliar su producción puede buscar mejorar la calidad y aumentar el tamaño de su fuerza de trabajo ofreciendo sueldos y salarios más altos. Una empresa que no mejora su técnica de producción tan rápidamente como las otras unidades en la misma rama, puede encontrar que está siendo presionada, tanto por los crecientes costos de los salarios por unidad de producción como por los precios de venta más bajos.<sup>27</sup> Consecuentemente, aunque los precios de venta no hayan bajado, el aumento de las utilidades de una firma puede estar compensado por una disminución en las ganancias de otra, de manera que no se requiere que ocurra ningún aumento neto en las utilidades.

Aunque sobre una base *a priori* parecería que la competencia debería funcionar de una manera mucho más lenta de esta forma que con cambios de precio, hay indicios, sin embargo, de que una parte considerable del ajuste a los efectos de mejoras técnicas realmente se origina de esta forma. El profesor Mills presenta la

27 Una crítica excelente del "principio neutral del dinero" del profesor A.H. Hansen y el Sr. Herbert Tout apareció después de que lo dicho anteriormente fuera escrito. En ella se enfatiza sobre la tendencia a la aplicación de tasas por pieza para forzar la subida de los salarios. Como lo urgen correctamente los autores: "Si se quiere evitar el desequilibrio, bajo el dinero neutral de Hayek, las tasas por pieza tendrían que ser constantemente rebajadas, y todas las presiones de los sindicatos de la industria por salarios más altos tendrían que ser resistidas firmemente. Qué fricciones, desajustes y desequilibrios se desarrollen bajo estas condiciones no es difícil de prever." *Econométrica*, abril, 1933, p. 146.

tasa anual de cambio de los diversos índices de salarios desde 1922 (cuando los salarios ya estaban relativamente altos) hasta 1929. La tasa anual de aumento varió del 0.8 por ciento para el trabajo de fábrica de las mujeres al 4.3 por ciento para tasas por hora de los sindicatos. Hasta los salarios agrícolas aumentaron a una tasa de 1.6 por ciento por año.<sup>28</sup> Ya ha sido citada la evidencia de la ausencia de una tendencia al alza en las utilidades, expresada como un porcentaje del capital invertido. Además, la parte del producto nacional que va a los dueños de propiedades no parece haber aumentado, a pesar del gran aumento en el capital invertido.<sup>29</sup> Vale la pena observar que el período más inflacionario desde el punto de vista del precio de los bienes primarios fue el de 1923-1926, mientras que en los tres años anteriores a la depresión se observó una baja considerable en los precios, no solamente en este país, sino en todo el mundo.

Argumentar que un *boom*, por lo menos en el sentido alarmante del término, no existió de 1923 a 1929, no es argumentar que no existieron desajustes específicos. Dichos desajustes son inevitables en una economía en expansión. No hay, sin embargo, ninguna evidencia de que por lo menos algunos de esos desajustes más comúnmente citados se estuvieran empeorando a través del período. Es difícil obtener mucha información definida sobre el desempleo tecnológico, pero el Sr. Weintraub, luego de una hábil utilización del material disponible, llegó a la conclusión de que "durante el período 1920-1926 un número mayor que el desplazado por la creciente producción por hora-hombre fue absorbido por el aumento en el volumen físico de producción, mientras que en los años 1926-1929 dejó de absorber sólo aproximadamente un décimo del uno por ciento de los desplazados."<sup>30</sup> Otro desajuste frecuentemente mencionado, los aprietos de la agricultura, aparentemente

28 Mills, F.C., *op. cit.*, p. 477.

29 El profesor Morris A. Copeland, al analizar el ingreso nacional, llegó a la conclusión de que "las estimaciones preliminares para 1926 y 1927 no sustentan la afirmación de que la participación de los empleados en el producto nacional ha estado disminuyendo. Esta participación ha sido prácticamente constante desde 1920. La participación de la propiedad —intereses, rentas y dividendos— llega a su pico en 1921 y 1922, durante el período de depresión de la postguerra. No ha sufrido ninguna variación significativa desde 1923." *Recent Economic Changes*, II, 769.

30 Weintraub, David, "The Displacement of Workers Through Increases in Efficiency and Their Absorption in Industry, 1920-1931," *Journal of the American Statistical Association*, diciembre, 1932, p. 399.

estaba siendo corregido gradualmente hasta 1929. El precio de los productos agrícolas, expresado como porcentaje de los precios de bienes comprados por los agricultores —con 1913 igual a 100—, creció de 75 en 1921 a 89 en 1929.<sup>31</sup> El registro de los ingresos netos de las empresas manufactureras entre 1923 y 1929, clasificados por grupos industriales, ilustra la amplia diversidad en el curso seguido por las ganancias, pero no indica que los desajustes implicados estuvieran aumentando en intensidad hasta 1929.<sup>32</sup>

Las diversas consideraciones aducidas anteriormente sin duda explican por qué tan pocos observadores entrenados consideraron en 1928-1929 que los negocios estaban en un *boom* poco saludable que inevitablemente debía conducir a una depresión violenta. El profesor Wesley C. Mitchell, en la primavera de 1929, al revisar el trabajo de los economistas que contribuyeron en *Recent Economic Changes*, se vio en dificultades para indicar que "la situación de la agricultura, el volumen de desempleo, la industria textil, la minería de carbón, la industria del cuero, presentan graves problemas.... Qué tan rápidamente se corregirán estas situaciones no lo sabemos. Algunas pueden empeorarse. Tampoco podemos estar seguros de que las industrias que ahora son prósperas prolongarán indefinidamente su reciente registro de estabilidad".<sup>33</sup> Inclusive la Junta de Reserva Federal expresó en el Informe Anual para 1929 que "no había nada en la posición del crédito comercial o de los negocios que pudiese causar preocupación."

Es verdad que muchos más escritores se refieren ahora al *boom* de 1928-1929. Sospecho que en muchos casos este punto de vista puede rastrearse hasta: a) una generalización apresurada de la especulación con títulos valores, b) la creencia de que el "crédito" se estaba extendiendo a una tasa muy superior a la de la producción, y c) la creencia muy arraigada de que las depresiones siempre siguen a los *booms* y, puesto que hemos experimentado una depresión tan catastrófica, debimos haber tenido un *boom*. Los crecientes precios de las acciones pueden ser explicados en parte por la creencia generalizada en que se había logrado por fin un período de mayor estabilidad en los negocios y principalmente por las siempre crecientes utilidades de las empresas. Una comparación de las utilidades de las principales empresas con las del

conjunto indica que aquellas compañías cuyas acciones estaban inscritas en la Bolsa de Valores estaban creciendo a expensas de las compañías cuyas acciones eran privadas. La creencia de que el "crédito" se estaba ampliando rápidamente se basaba en cifras de préstamos e inversiones. El índice de la oferta de dinero total en la *Tabla I* indica que la tasa de expansión del dinero era menor que la de la producción y que la tasa de expansión estaba declinando en forma constante desde junio de 1925. En relación con el punto (c) anterior, le parece al autor que una lección de profunda importancia que puede aprenderse de la experiencia reciente es que de ninguna manera es necesario tener un *boom* para alcanzar una depresión severa. Aunque esta conclusión se saca de una consideración de los negocios domésticos, tendría aún más solidez si la inquietud se hubiera ampliado a las condiciones de los negocios en otros países en 1928-1929.

Ahora estamos en posición de evaluar la política de la Reserva Federal.

La actividad de los negocios había tenido una ligera tendencia descendente en 1927, llegando a su punto más bajo en diciembre de ese año. La política de la Reserva Federal incuestionablemente tuvo la tendencia a impedir esta declinación. Se permitió una ligera expansión de los depósitos a la vista ajustados de los bancos miembros, llegando al 5.2 por ciento entre el 3 de diciembre de 1926 y el 31 de diciembre de 1927.<sup>34</sup> Esta fue aproximadamente la mitad del aumento permitido en 1922 y 1924. La expansión estuvo acompañada por una caída en la tasa promedio de renovación de los préstamos a corto plazo garantizados, del 4.56 por ciento en noviembre de 1926 al 3.60 por ciento en noviembre de 1927, y un aumento en el precio promedio de los bonos de 97 en octubre de 1926, a 100 en diciembre de 1927. Esto a su vez estuvo acompañado por una expansión de las nuevas emisiones de capital, tanto domésticas como extranjeras. Al cierre del año, los contratos de construcción otorgados, que habían tenido una ligera tendencia decreciente desde finales de 1925, comenzaron a aumentar. El ingreso de oro que había comenzado en los primeros meses de 1927 se detuvo, y hubo poco cambio en las existencias de oro hasta diciembre, cuando comenzó una fuerte salida del metal.

31 Mills, F.C., *op. cit.*, p. 348.

32 *Ibid.*, p. 484.

33 *Recent Economic Changes*, 1929, p. 909.

34 Depósitos individuales, incluyendo cheques, certificados y depósitos del Gobierno, menos instrumentos en proceso de cobro. Currie, Lauchlin, *Journal of Political Economy*, febrero, 1933, p. 71.

La política de 1927 ha sido generalmente condenada sobre la base de que fue responsable de la "manía especulativa" de 1928-1929, y uno de los miembros de la Junta de Reserva Federal llegó hasta el extremo de decir que representa "uno de los errores más costosos cometidos por cualquier sistema bancario en los últimos 75 años."<sup>35</sup> Para el autor este hecho, totalmente admirable, más bien debe ser caracterizado como una de las políticas más exitosas de todos los tiempos. Aunque no se puede decir positivamente que fue responsable de detener la tendencia a la baja de los precios y la producción y de aliviar la presión sobre los bancos centrales extranjeros, tenemos justificación para sostener que fue en teoría una política aceptable para el logro de esos fines. Debido a que hemos argumentado que la tasa de los préstamos garantizados a corto plazo juega un papel poco significativo en los cálculos de los especuladores y que la mayor parte del aumento en las acciones pareció razonable y puede defenderse sobre la base del conocimiento existente en ese entonces, es evidente que la política de 1927 fue responsable del aumento subsiguiente en los precios de las acciones sólo en el sentido en que originó una tendencia ascendente en la actividad y las ganancias de los negocios.

A comienzos de 1928 el Sistema de Reserva Federal confrontó una nueva situación. Los negocios definitivamente habían dado un giro. Se hubiera esperado, razonablemente, que los crecientes requerimientos de negocios más activos y de especulación, combinados con una salida de oro bastante considerable causaran una reversión de la tendencia a la baja en las tasas de interés. En estas circunstancias, el banco central podría haber adoptado una política inactiva simplemente permitiendo el ajuste normal de las tasas de interés; podría haber buscado contrarrestar la tendencia; o, finalmente, podría haber intensificado el aumento en las tasas de interés. El Sistema escogió la última alternativa. En vista del período de tiempo que puede esperarse que pase entre la inauguración de una política del banco central y su efecto final sobre la inversión, y por lo tanto sobre los negocios, ésta fue probablemente la más sabiamente seleccionada, aunque tal vez no necesitaba haber sido tan drástica. En general, sin embargo, hay poco que objetar de la política de 1928, aunque uno puede desaprobar firmemente las bases sobre las cuales se fundó.

35 Miller, A.C., *Hearings on S.R. 71*, 1931, p. 134.

En la primavera de 1929 la situación requería la reversión de la política seguida durante todo 1928. Esa política, conjuntamente con otras fuerzas que originaban altas tasas de interés, había estado acompañada por un aumento en las tasas de los préstamos a corto plazo a niveles anormales, una disminución en el precio promedio de los bonos de 100.5 en marzo de 1928 a 95.8 en marzo de 1929, una disminución en las emisiones de bonos tanto domésticos como extranjeros, una considerable disminución en los contratos de construcción celebrados, una reversión en el flujo del oro y, como consecuencia de esta reversión, un ajuste protector de las tasas de interés en el extranjero. El peligro de un *boom* de negocios había sido, por lo tanto, evitado. El problema se convirtió en cómo impedir que las tasas de interés anormalmente altas dieran como resultado una depresión. Fue en este punto que el autor considera que se cometió un grave error. La Administración de la Reserva intensificó su campaña contra la especulación, aparentemente esperando que con la liquidación de los préstamos para títulos valores prevalecerían tasas de interés más bajas. Como hemos visto, la política fue un completo fracaso. Las altas tasas de 1928 fueron superadas durante la mayor parte de 1929; el mercado de bonos continuó declinando; la construcción continuó por debajo de 1928; una drástica reducción de nuestros préstamos extranjeros, combinada con un aumento en las captaciones a corto plazo del extranjero, forzaron a las tasas de interés a niveles todavía más altos en todo el resto del mundo; se presentó una declinación en la actividad económica —exactamente era ésta la situación que la Administración de la Reserva buscaba evitar—.

Una vía alterna abierta a la Administración de la Reserva en 1929 consistía en reversar su política —contrarrestar, en lugar de intensificar el aumento de las tasas de interés—. Este camino, que nunca ha sido ensayado todavía, parece a primera vista tan audaz —casi temerario— que ni siquiera fue considerado. Sin embargo, para el autor parece haber sido la única solución. En vista del fracaso de la política opuesta, su rechazo nos acerca peligrosamente a la posición de sostener que nada podría haberse hecho por medio de medidas monetarias para impedir la depresión. Este puede muy bien haber sido el caso; pero no tenemos justificación para asumir esta posición hasta que las posibles alternativas hayan sido agotadas.

Se recordará que los contratos de construcción otorgados, un índice importante de la tasa de inversión de capital fijo, habían empezado

a bajar a mediados de 1928. Hubo un aumento pronunciado en la producción disponible en 1929 y sin embargo hay poca evidencia de que los ahorros estuvieran disminuyendo. Keynes sugiere que probablemente se mantuvo un equilibrio relativo durante algún tiempo en 1929 mediante el aumento en la inversión en la forma de capital de trabajo que se hizo necesario por el mayor volumen de la producción,<sup>36</sup> y existen algunos datos estadísticos que apoyan este punto de vista.<sup>37</sup> Además, hay un período de tiempo considerable entre la aprobación del contrato y el período de máximo gasto en el proyecto. Las dos fuerzas son temporales y su efecto estaba aparentemente gastado para mediados de 1929. Entonces se hacía absolutamente imperativo que la nueva inversión fuera aumentada y esto no podía hacerse en vista de las extremadamente altas tasas de interés vigentes.

Aunque se observará que la repentina reversión de la tendencia de la tasa de interés a largo plazo ha sido recalçada como una causa de la depresión, no es necesario aceptar este punto de vista con el fin de sostener que se requería de una política monetaria más flexible en la primavera de 1929. Si, por ejemplo, se cree que el deterioro de la situación fue causado por desajustes específicos, tales como un desarrollo excesivo de dos o tres grandes industrias, la política bancaria apropiada para mitigar el efecto depresor involucrado en la corrección de estos desajustes sería de expansión y tasas de interés más bajas. Una política bancaria restrictiva no sólo haría más difícil el traslado de los recursos de las industrias sobredesarrolladas hacia otras, sino que, además, traería desajustes adicionales. El mismo razonamiento es aplicable al problema del desempleo tecnológico.<sup>38</sup>

Puede hacerse la objeción de que, asumiendo que tasas monetarias más blandas hayan sido deseables, no estaba dentro de las facultades del Sistema lograrlas en vista del gran aumento de demanda de préstamos para títulos valores. Sin embargo, si el Sistema de Reserva Federal era responsable en algún grado del aumento en las tasas de interés, parecería que mediante una política más suave, reduciendo en algo la deuda de los bancos miembros a los bancos de la Reserva Federal, se podrían haber obtenido tasas más bajas. El Sr. W.W. Riefler ha argumentado que el factor individual más

36 *Op. cit.*, p. 193.

37 Department of Commerce Index of Commodity Stocks, *Standard Base Book*, enero, 1932, p. 172.

38 Weintraub, David, *op. cit.*, p. 398.

importante que afecta el movimiento de las tasas de interés es la magnitud del endeudamiento de los bancos miembros.<sup>39</sup> Aunque su análisis terminó en 1928, en un aparte anterior de este trabajo he citado ilustraciones que parecen mostrar que este factor era el predominante aún en 1928 y 1929.

Asumiendo que el Sistema hubiese podido mantener un nivel más bajo de tasas de interés, probablemente se objetaría que la "situación" se hubiera salido de las manos. Se habría presentado un aumento aún más violento en las acciones y los préstamos de los comisionistas, se hubiera desatado una inflación y los inevitables *crash* y depresión habrían sido más violentos de lo que realmente fueron.

Supóngase que los precios de las acciones hubieran subido aún más. Entonces volvemos nuevamente a nuestro argumento anterior de que el nivel de los precios de las acciones no debería en sí mismo ser un tema de preocupación para el banco central sino más bien el efecto neto de la especulación, conjuntamente con otras fuerzas, sobre los ahorros y la inversión. El autor, sin embargo, considera dudoso que las acciones o los préstamos a los comisionistas hubieran subido más de lo que subieron si la campaña contra la especulación no se hubiera iniciado jamás. Tal vez la temporalidad de los movimientos en 1929 hubiese sido diferente. Parece que la política de amenazas, advertencias y presión directa seguida en la primavera de 1929 estaba conectada de alguna forma con la excitada acción del mercado bursátil en esa época. Entonces, nuevamente, pudo no haber sido tan sólo una coincidencia que la fase violenta de la especulación —la cual, a través de un debilitamiento muy grave de la estructura técnica del mercado, contribuyó directamente a la violencia del *crash*—, ocurriera en Nueva York inmediatamente después del alza de la tasa de redescuento al 6 por ciento el 9 de agosto de 1929. Es por lo menos una presunción plausible que si la política punitiva del Sistema de Reserva Federal no hubiese sido tan ampliamente divulgada en la prensa financiera, la primavera habría sido testigo de una subida y caída más rápidas. La caída entonces podría no haber sido tan violenta ni, teniendo en cuenta el hecho de que los negocios no habían llegado a su cima, tan perjudicial por sus consecuencias como el *crash* que ocurrió cuando la actividad comercial estaba declinando. Estas son naturalmente sólo conjeturas. Debe recor-

39 Riefler, W. W., *Money Rates and Money Markets*, Cap. II.

darse, sin embargo, que el punto de vista de que el mercado especulativo se hubiera desenfrenado en caso de no haberse adoptado una política restrictiva, un punto de vista considerado casi como incontrovertible, es así mismo solamente una conjetura. Además, es una conjetura que se basa implícitamente en el supuesto muy discutible de que el aumento en las acciones era bastante irracional, sin ninguna base sólida en utilidades y perspectivas, y que la tasa de los préstamos garantizados a corto plazo es un factor importante en los cálculos de los especuladores.

Sin embargo, la pregunta más importante es si una política de dinero más fácil en la primavera de 1929 hubiese resultado en un *boom* indeseable. La respuesta depende de la medida en la cual las tasas de interés fueran rebajadas. Si la política de dinero fácil hubiese sido llevada a cabo en forma tentativa y experimental, el banco central habría podido mantenerse en contacto bastante estrecho con la situación, acelerando o retardando su política, de acuerdo con la medida en que estuviera afectando la tasa de inversión. Ha sido objetado que, dada la plena utilización de los factores de producción, una expansión de la inversión, iniciada por la acción del sistema bancario, puede originarse solamente por el retiro de mano de obra de la producción de artículos de consumo. Los ingresos aumentarán con relación al flujo de bienes terminados y los precios crecerán. Pero este punto de vista asume que la inversión está excediendo los ahorros. En 1929 el peligro real, como ahora lo conocemos, era precisamente el contrario. Una expansión de la inversión era necesaria con el fin de absorber la mano de obra que de otra forma perdería el trabajo y para aumentar los ingresos que en breve serían deficientes con relación a la producción de bienes terminados.

En este aspecto es interesante anotar la reacción de la Administración de la Reserva Federal ante una situación algo análoga, la de 1923. Aunque había un temor generalizado en 1923 de que el aumento en los precios de los bienes básicos estaba introduciendo un nuevo período de inflación, la Junta no adoptó medidas restrictivas severas, en razón de que sus índices de producción la llevaron a creer que en poco tiempo habría un gran aumento en el flujo de bienes terminados al mercado, lo cual, de por sí, restringiría cualquier aumento de precios.<sup>40</sup> Había evidencia de que un aumento en los precios de los bienes primarios hubiera sido reprimido

por un aumento similar en el flujo de bienes terminados en 1929. Además, como lo hemos visto, hubo poderosas fuerzas deflacionarias en operación en todo el resto del mundo que hubieran hecho muy difícil que un *boom* aislado de los negocios hubiese llegado muy lejos en este país.

Hay que admitir que es difícil calibrar el momento idealmente correcto para actuar. Sin embargo, con el progreso de la teoría monetaria y la cada vez mayor disponibilidad de material estadístico relevante, debería ser posible mejorar el cálculo del momento propicio para adoptar una política. Además, los errores en la determinación del momento adecuado pueden ser rectificadas en gran parte variando la firmeza con la cual se adopta. Por ejemplo, en un conjunto de condiciones, una compra de títulos valores por 200 millones de dólares por parte de los bancos de reserva puede ser suficiente para garantizar el efecto deseado; bajo condiciones algo diferentes, puede requerirse de la compra de 500 millones de dólares, o de mil millones de dólares, para garantizar el mismo efecto.<sup>41</sup> Así, aun si la Administración de la Reserva hubiese esperado hasta que fuese aparente que la actividad de los negocios estaba declinando, no era aún demasiado tarde para modificar la recesión en forma significativa, siempre que una política de expansión hubiese sido adoptada **vigorosamente**.

En el otoño de 1929 se hizo evidente que la actividad económica estaba declinando. Además, había diferentes fuerzas en operación, que, de no ser contrarrestadas, hubiesen tendido inevitablemente a acelerar la declinación. Los contratos de construcción otorgados bajaron drásticamente en septiembre y en los meses siguientes. Las nuevas financiaciones llegaron a un punto casi muerto durante las etapas más violentas del *crash* del mercado bursátil, lo cual a su vez presagió una declinación aun mayor en la inversión. Desde 1925, la expansión de ingresos y el mantenimiento de precios se debían más a un aumento en la velocidad ingreso del dinero que a una expansión del dinero mismo.<sup>42</sup> Con la declinación de los negocios y la tendencia a incrementar grandes depósitos inactivos de compañías mediante la liquidación de "préstamos por cuenta de otros", se podría haber esperado que la velocidad de los ingresos

41 Para evidencias que apoyen este planteamiento, me refiero a mi trabajo sobre "Member Bank Indebtedness, and Net Demand Deposits", *Quarterly Journal of Economics*, mayo de 1932, pp. 509-25.

42 Véase, Tabla 1.

40 *Stabilization Hearings*, 1927, p. 699 y ss.; 1928, pp. 295, 314.

declinara rápidamente. Obviamente, la situación requería de una política enérgica de liberación. La Administración de la Reserva Federal actuó sin embargo con precaución. Se permitió que la deuda de los bancos miembros permaneciera en una cifra anormalmente alta de 953 millones de dólares en noviembre y 803 millones de dólares en diciembre. El 31 de diciembre, los depósitos a la vista ajustados de los bancos miembros mostraron un aumento de sólo 116 millones de dólares sobre la cifra del 29 de junio y ningún aumento con relación a la cifra del 31 de diciembre de 1928. En los primeros seis meses de 1930 declinaron en 458 millones de dólares. En el primer año de la onda descendente (junio de 1929 a junio de 1930), la oferta de dinero se contrajo en un 3.7 por ciento.<sup>43</sup> Así, en lugar de mitigar los efectos de la declinante velocidad ingreso del dinero, el sistema bancario reaccionó de tal manera que disminuyó los ingresos aún más. Las tasas de los préstamos garantizados a corto plazo no cayeron por debajo del 3 por ciento hasta casi un año después de que la economía hubiera llegado a su cima y empezara a descender. Los precios de los bonos no recuperaron los niveles que prevalecieron al comienzo de 1928 sino hasta septiembre de 1930.

Puede objetarse que la falta de prestatarios adecuados impidió la expansión de los préstamos y por lo tanto de los depósitos. Sin embargo, esta objeción no parece tener mucha fuerza. Los precios de las acciones crecieron constantemente de noviembre de 1929 a abril de 1930. Los préstamos de los comisionistas aumentaron más de 1.000 millones de dólares del 31 de diciembre al 30 de abril. Entre el último trimestre de 1929 y el primer semestre de 1930, se emitieron bonos por valor de más de 4.250 millones de dólares. De más de 1.500 millones de dólares de aceptaciones pendientes, los bancos miembros tenían menos de 300 millones de dólares el 31 de diciembre de 1929, el 27 de marzo y el 29 de junio de 1930. Además, es significativo que el superávit de reservas de los bancos miembros durante 1930 fue escasamente superior al de 1929 o, en otras palabras, sólo de unos 10 a 20 millones de dólares por encima del mínimo. Parece por lo tanto, que los factores monetarios que causan la expansión de depósitos —ingreso de oro, disminución de dinero en circulación, y compra moderada de bonos por parte de los bancos de la Reserva Federal— gastaron toda su fuerza en la reducción del alto nivel del endeudamiento de 1929 de los bancos miembros con los bancos de la Reserva. El

43 Currie, Lauchlin, *Quarterly Journal of Economics*, noviembre de 1933, p. 86.

Sr. W. R. Burgess comparó desfavorablemente el efecto de este "proceso de amortiguación" del Sistema de la Reserva Federal con la rapidez del proceso de liberación bajo el sistema nacional bancario e insinuó que, de aquí en adelante, debe tenerse en cuenta este hecho en la determinación de la política de la Reserva Federal.<sup>44</sup>

Que la Administración de la Reserva Federal no haya impulsado suficientemente su política de mercado abierto para causar un aumento neto en las reservas de los bancos miembros y permitir así una expansión de los depósitos a la vista es explicable por varias razones. Por una parte, existe una enorme inercia, lo que caracteriza siempre a una organización con tan poca cohesión. Las tasas de interés, nuevamente, estaban bajando constantemente debido a una declinación de los negocios. Finalmente, debe destacarse que la Administración de la Reserva Federal nunca ha estado interesada en el papel que juegan los medios de pago, ni lo ha apreciado; su interés ha estado centrado en la calidad de los activos de los bancos, y los préstamos a los comisionistas mostraron una tendencia al alza durante los cuatro primeros meses de 1930. Es probable que las autoridades estuvieran temerosas de repetir el "error" de 1927.

En conclusión: se ha argumentado en las páginas anteriores que la Administración de la Reserva cometió un error al concentrar demasiado su atención en la especulación como factor aislado. Debido a un erróneo entendimiento de las causas y consecuencias del crecimiento de los préstamos para títulos valores, la Administración de la Reserva cometió un error adicional en su manejo de este factor. Una mejor comprensión de las causas y efectos de la especulación con títulos valores, junto con una consideración de las otras y más importantes fuerzas en operación, hubiera dictado de manera lógica una política completamente opuesta a la realmente adoptada en 1929. La política seguida a lo largo de 1929, lejos de tender a prevenir la depresión, realmente, según este estudio, sirvió para originarla. No hay ninguna justificación, por lo tanto, en las frecuentes citas sobre los desarrollos monetarios y comerciales de 1929 y 1930 como evidencia de la *inhabilidad* de la Administración de la Reserva Federal para impedir la depresión. Una conclusión final es que las consideraciones internacionales y domésticas requerían de políticas monetarias confluyentes, más que divergentes.

El autor considera que se lograría un gran adelanto en la práctica de la banca central si la preocupación de la administración de la

44 *Review of Economic Statistics*, 1931, p. 23.

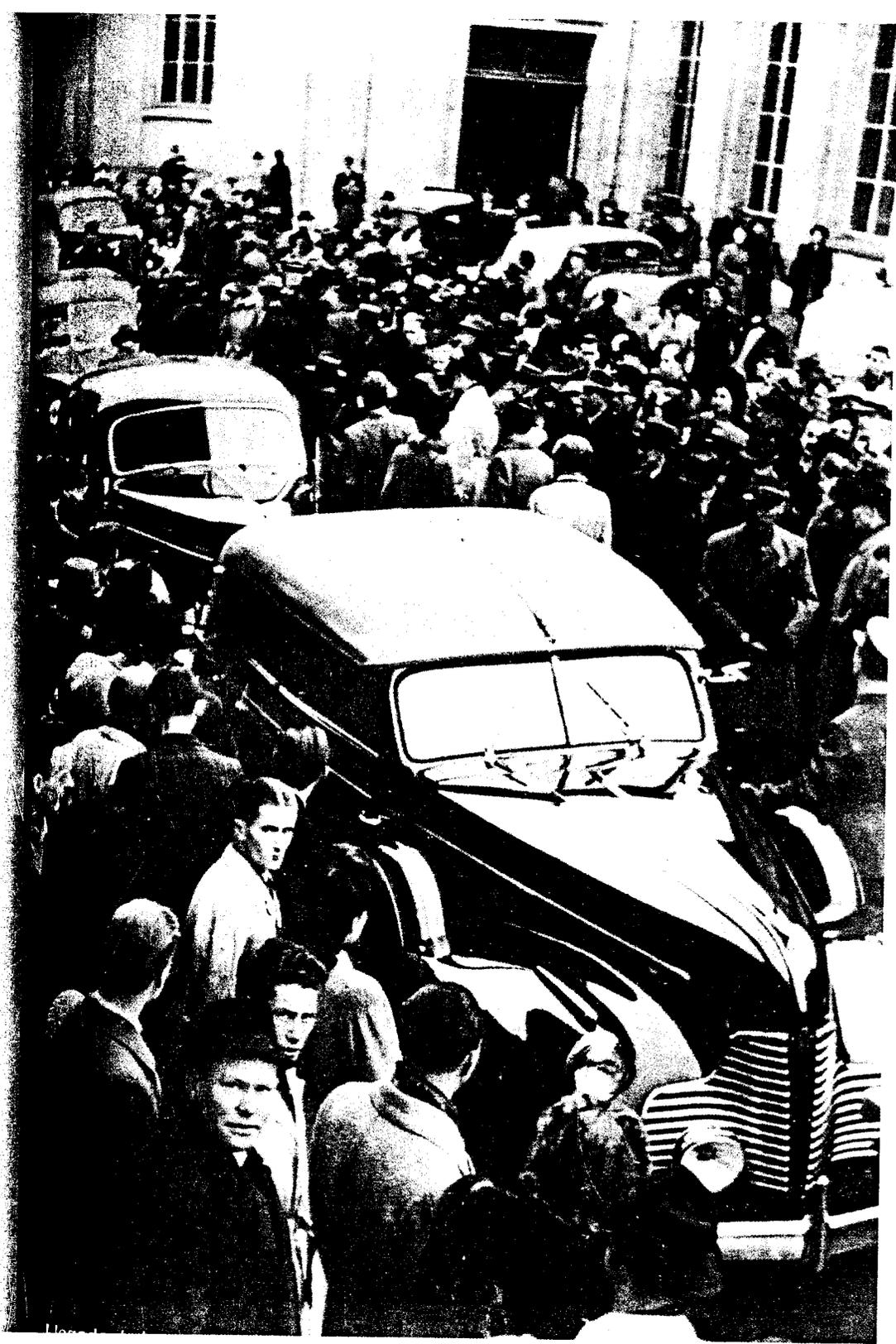
Reserva Federal pudiese alejarse del intento de controlar la especulación con títulos valores dirigiéndose hacia el intento de contrarrestar los efectos perturbadores de la especulación conjuntamente con los efectos de muchos otros factores.<sup>45</sup> El banco central, en otras palabras, debería ocuparse de contrarrestar el efecto neto inflacionario o deflacionario de muchas fuerzas opuestas, algunas bastantes obvias y otras muy oscuras, que toman parte en la composición de la situación industrial en cualquier momento dado. Como lo ha enfatizado tan bien el Sr. Burgess, "La política de la Reserva Federal generalmente es más parecida a una escopeta que a un rifle,"<sup>46</sup> y de ahí que su preocupación debería estar centrada sobre la perspectiva industrial en sus aspectos más amplios, sobre los ingresos monetarios y la tasa y naturaleza de sus gastos con relación a la elaboración de bienes de consumo y de producción.

Un prerequisite necesario para una política bancaria más sólida hacia el futuro, requiere de una modificación de la concepción actual que tiene la Administración acerca de la función de un banco central. Su punto de vista de que su obligación está en el control del volumen y la naturaleza de los préstamos e inversiones de los bancos miembros con el fin de "acomodar la industria" está en desacuerdo con la mejor teoría monetaria, que sostiene que su tarea debe ser más bien el control del volumen de los medios de pago con el fin de controlar a su vez los ingresos monetarios y la tasa y naturaleza de su gasto con relación a la tasa y naturaleza de la producción de bienes. A menos que la Administración de la Reserva esté preparada para modificar su concepción sobre su función, no podrá hacer uso de los grandes adelantos recientes en la teoría monetaria.

LAUHLIN CURRIE      UNIVERSIDAD DE HARVARD, 1934

45 Desde el punto de vista de la argumentación de este documento, las disposiciones de la Ley Glass-Steagall, Acta de 1933, que buscan dar a la Administración de la Reserva un mayor control sobre los préstamos de los bancos miembros indican una total incomprensión del episodio de 1928-1929 y no representan ningún avance ni en la teoría ni en la práctica de la banca central.

46 *The Reserve Banks and the Money Market*, p. 200.





Sesión de apertura en Suiza



Misión en Suiza

## CAUSAS DE LA RECESIÓN DE 1937\*

Lauchlin Currie  
Traducción: Mario García

\* N. del E. Este artículo, publicado en *History of Political Economy* en 1980 con una presentación de Byrd L. Jones, fue escrito por Currie como un memorando para el Presidente del FRB, Marriner Eccles en abril de 1938. Pese a permanecer inédito durante 30 años, el escrito tuvo una amplia circulación y ha sido considerado por diversos investigadores del período como uno de los trabajos que más influencia tuvo sobre los impulsores del New Deal —Jones—, y como material de corte claramente keynesiano —Sweezy—. En él, Currie rompe la línea de pensamiento tradicional exponiendo por primera vez el argumento de que la recesión tuvo su origen en el agudo retraso que presentó la política fiscal entre 1936-1937 y no en la aplicación de restricciones monetarias. En esta entrega, *Cuadernos de Economía* reproduce el conjunto de la argumentación teórica de Currie, eliminando algunas de las cifras y referencias estadísticas que la apoyaban por considerarlas muy específicas para el análisis del período y por tanto de interés menor para los lectores contemporáneos. Currie, Lauchlin, "Causas de la recesión de 1937", memorando enviado al presidente del FRB, M. Eccles, Washington, abril 1, 1938. Reimpreso con introducción de Byrd L. Jones, por Duke University, en *History of Political Economy* 12:3, 1980. Traducción de Mario García.