

UNIVERSIDAD DE ALCALA (MADRID)

www.uah.es

Documentos de Trabajo Historia Económica
Working Papers in Economic History

DT 03-10
WP 03-10

Fecha: Octubre 2010

Date: October 2010

¿QUÉ PASO EN 1929? EL AÑO QUE CAMBIO EL MUNDO

Pablo Martín-Aceña

Resumen: El artículo examina el colapso de la Bolsa de Nueva York en octubre de 1929, sus causas y sus consecuencias. En la primera parte se repasan los antecedentes que condujeron a la caída de las cotizaciones de Wall Street en octubre de 1929 y a continuación se detallan los dramáticos acontecimientos acaecidos el 24 (martes negro) y el 29 (jueves negro) de octubre. En la segunda parte se resumen las distintas explicaciones sobre las causas que provocaron el crac. La tercera parte está dedicada a examinar las conexiones entre la crisis bursátil y la Gran Depresión. El artículo termina con una reflexión sobre las consecuencias a largo plazo de la crisis de 1929.

Abstract: The paper examines the collapse of the New York Stock Exchange in October 1929, its causes and its consequences. The first part reviews the economic antecedents of the speculative rise and fall in stock prices in Wall Street and the dramatic events that happened in October 24 (black Tuesday) and October 29 (black Thursday). The second part summarizes the different arguments given to explain the crash. The third part is devoted to study the connection between the stock exchange crisis and the Great Depression. The paper ends with some remarks over the long-term consequences of the 1929 crisis.

Palabras clave: crisis bursátil de 1929, Wall Street, Gran Depresión

Keywords: stock exchange crisis of 1929, Wall Street, Great Depression

JEL Classification: N10, N14, N20

Pablo Martín-Aceña. Departamento de Fundamentos de Economía e Historia Económica. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad de Alcalá (Madrid). Plaza de la Victoria, s/n. 28802 Alcalá de Henares (Madrid-España)

Email: pablo.martin@uah.es

¿QUÉ PASÓ EN 1929? EL AÑO QUE CAMBIÓ EL MUNDO¹

1. Antes de la débacle²

El 4 de diciembre de 1928, en su último mensaje a la nación el presidente Calvin Coolidge declaró que en “ningún otro momento el Congreso de los Estados Unidos se había reunido en medio de tanta prosperidad”. Se refería por supuesto a la bonanza que desde 1924, pasados los difíciles años de la posguerra, registraba la economía mundial y en particular la americana, con elevados niveles de empleo, precios estables y beneficios empresariales en aumento³. El auge estaba vinculado a una nueva fase de innovaciones tecnológicas en la industria y a la expansión del sector del automóvil y sus accesorios, así como al fuerte despegue de las industrias química, eléctrica y a la de bienes de consumo duradero, tal como la fabricación de radios, refrigeradores y aparatos de comunicación. La década de los veinte fue una etapa de intenso crecimiento de la productividad total de los factores: en la manufactura la tasa crecimiento se situó en torno al 5 por ciento y el sector agrario registró un rápido proceso de mecanización. Un factor que contribuyó a esta nueva fase de expansión fue la estabilidad monetaria lograda tras el fin de las hiperinflaciones centroeuropeas y la restauración del patrón oro primero en Gran Bretaña y después en Francia y en otros países europeos. Pese a los desajustes que afectaron a los tipos adoptados, el nuevo “patrón de cambios oro” redujo la incertidumbre que hasta entonces habían generado las fuerte oscilaciones cambiarias de la posguerra. Volvió la confianza y entre consumidores e inversores renació la ilusión de que había llegado una nueva etapa de crecimiento y de innovaciones tecnológicas que no tendría fin. Había, pues motivos para el optimismo: en particular, los Estados Unidos habían gozado de progreso continuo y estable, sin trastornos monetarios significativos.

Un indicador seguido por muchos que confirmaba los buenos tiempos era el comportamiento de las bolsas, en especial la de Nueva York, en alza continua desde 1924. El volumen diario de transacciones superó los tres millones de títulos en 1925 y 1926; llegó a los cuatro millones el 1 de marzo de 1928, a 6,9 millones en noviembre de 1929 y a los 8,2 millones el 3 de marzo de 1929. El alza de las cotizaciones bursátiles se intensificó a partir de 1927 y al año siguiente ya cabía hablar de verdadera euforia, de un boom que parecía bien asentado en una economía real en permanente estado de gracia. El conocido índice industrial Dow-Jones escaló desde los 191 puntos a principios de 1928 hasta los 300 puntos en el mes de diciembre. La euforia continuó durante toda la primera mitad de 1929. En julio las cotizaciones se situaron por encima de los 340 y el 3 de septiembre alcanzaron un máximo de 381

¹ Un anticipo de este trabajo fue presentado en los seminarios “Pasado y presente. De la Gran Depresión de 1929 a la Gran Recesión de 2009” (Madrid, 2009) y “Pasado y presente: de la Gran Depresión del siglo XX a la Gran Recesión del siglo XXI” (Valencia, 2010), ambos organizados por la Fundación Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) y el Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE). Agradezco a todos los asistentes a los dos seminarios sus comentarios y observaciones. Este texto forma parte del proyecto del Ministerio de Educación ECO-08791: “Crisis financieras: pasado, presente y futuro. España y la economía internacional. ¿Qué hemos aprendido?”

² El contenido de esta sección y de la siguiente se toma de Galbraith(1955), Friedman and Schwartz (1963), Sobel (1968), Kindleberger (1973), Temin (1976), Eichengreen (1992), Wigmore (1985), Bierman (1998) y Marichal (2010); también Torrero (2006). La interpretación que ofrecen unos y otros es a veces discrepantes. Nuestro relato presenta los argumentos que nos han parecido más convincentes.

³ La tasa media anual de crecimiento se situó en el entorno del 4 por ciento; la tasa de desempleo era del 3 por ciento y los precios descendieron un 5 por ciento entre 1925 y 1929

Al margen del buen comportamiento de la economía, un factor que sin duda contribuyó el empuje de los valores bursátiles fue la reducción de los tipos de interés de la Reserva Federal adoptada tras la conferencia de Long Island en julio de 1927. Su propósito fue no sólo aliviar la presión la libra esterlina, frenando la salida de oro desde Londres, sino también contrarrestar la breve pero intensa recesión de la economía americana, cuya producción industrial se redujo cerca de un 10 por ciento entre mayo y noviembre de ese año.

Aunque la rebaja en el coste del dinero no fue el único factor, lo cierto es que desde la segunda mitad de 1927 se registró una notable expansión crediticia; los préstamos en el mercado interbancario (brokers loans) se incrementaron un 24 por ciento y la Bolsa de Nueva York recibió una verdadera avalancha de nuevas emisiones, primero de títulos extranjeros que alcanzaron un máximo de 530 millones de dólares en junio de 1928 y después de acciones y obligaciones de las grandes corporaciones americanas en busca de fondos baratos para financiar sus proyectos de inversión. El crédito otorgado por los bancos comerciales de Wall Street a los "brokers" pasó de 4.400 millones de dólares a finales de 1927 a 6.400 millones a finales de 1928. El número de fondos de inversión, los célebres "investment trusts" de la época, se multiplicaron: de los 40 existentes en 1921 hasta los 750 inscritos a principios de 1929.

Galbraith recuerda que el boom que se desató en la Bolsa de Nueva York fue un auténtico fenómeno cultural, en el que participaron todos los grupos sociales, tanto los financieros de Wall Street como Main Street, esto es, la gente común⁴. La amplia disponibilidad de crédito barato facilitó que aquellos que lo desearan pudiesen entrar en Bolsa, tanto si comprendían las operaciones que realizaban como si las desconocían, tan sólo fiándose de la supuesta capacidad de sus agentes. Un papel esencial lo desempeñaron los "brokers" y tras ellos los grandes bancos neoyorquinos que facilitaban la compra de títulos "al margen", es decir, desembolsando sólo un porcentaje del precio de los títulos, que oscilaba entre el 25 por ciento para los pequeños inversores y el 10 por ciento para los inversores institucionales. Las compras al margen dieron lugar a una pirámide de endeudamiento de todos los participantes, particulares, "brokers", trusts de inversión, bancos, que no parecía que presentase ninguna amenaza mientras las cotizaciones siguieran subiendo. Los préstamos y anticipos de los brokers para la compra de títulos aumentaron hasta alcanzar un volumen récord de 670 millones de dólares en el mes de septiembre.

No obstante, Wigmore (1985) sostiene que ya ese mismo mes los "brokers" notaron como una parte de los títulos que ellos mismos guardaban en su cartera se quedaba sin colocar y por primera vez después de varios años encontraron dificultades para renovar los préstamos que tenían concedidos por los bancos. La segunda semana de octubre el Dow-Jones retrocedió hasta los 352 puntos, si bien el descenso fue ordenado y no causó ni alarma ni una excesiva inquietud. El 21 de octubre fue sin embargo un mal día que anunciaba malos presagios. Los títulos de grandes compañías como General Electric, Westinghouse y US Steel cayeron un siete por ciento y fue entonces cuando los inversores se percataron de que podían perder dinero y que las alzas de los años anteriores no estaban garantizadas. Los "investment trusts" que habían sido creados durante ese mismo verano comprobaron que habían adquirido valores a los precios más elevados del año y que ahora cualquier intento de venta implicaba asumir elevadas pérdidas para ellos y para sus clientes. De manera súbita se percataron de que se enfrentaban a una situación nueva e inesperada. Como asimismo ha señalado Wigmore, los inversores grandes y pequeños vieron como sus hasta entonces rentables carteras

⁴ Esta afirmación contiene algo de exageración, pues como el propio Galbraith reconoció la proporción de familias americanas propietarias de títulos cotizados en Bolsa no superaba el dos por ciento.

comenzaban a acumular pérdidas. El día 23 las cotizaciones volvieron a bajar. Claramente la atmósfera había cambiado bruscamente y durante la noche se cursaron órdenes de venta para la mañana siguiente.

La evolución de las cotizaciones en Wall Street inquietaba y a la vez dividía a las autoridades políticas y a los responsables económicos de Washington y Nueva York. Andrew Mellon, el todopoderoso secretario del Tesoro, afirmó a principios de 1929 que no había nada por lo que preocuparse y que la ola de prosperidad continuaría. El presidente Hebert Hoover, sin duda la voz con mayor influencia, confesó en sus memorias que desde mediados de los años veinte la especulación desatada en Wall Street le causaba una creciente intranquilidad; empero, cuando llegó a la Casa Blanca en marzo del 29, tras su aplastante victoria electoral en las elecciones de noviembre de 1928, no expresó mayores preocupaciones y se limitó a corroborar la opinión de Mellon.

En la Reserva Federal, el miembro de mayor prestigio y más experimentado, Benjamin Strong, presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, estaba alarmado y dispuesto a tomar acciones drásticas para cortar la especulación. Sus colegas también alzaron su voz avisando de los peligros de la especulación y Roy Young, presidente del Consejo de gobernadores, advirtió de que si los bancos no reducían sus préstamos a los brokers, la Reserva Federal se vería obligada a tomar medidas. No obstante, el Consejo rechazó en marzo una recomendación de George Harrison, sustituto de Strong, para subir la tasa de descuento del 5 al 6 por ciento⁵. Los banqueros estaban escindidos. Mientras que Charles Mitchel, del National City, y Albert Wiggins, del Chase Manhattan, pensaban que no había ninguna burbuja especulativa y que la Reserva Federal no debía entrometerse, otros como Paul Warburg, uno de los padres del organismo nacido en 1913 y al frente del International Acceptance Bank, solicitaba medidas por parte de las autoridades y advertía de que si no se ponía freno a la orgía especulativa vendría un colapso desastroso. Otro personaje que expresó sus temores sobre lo que estaba ocurriendo fue el prestigioso banquero Eugene Meyer, que luego ocuparía la presidencia del Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

La prensa era por lo general optimista, quizá por desconocimiento de lo que realmente estaba sucediendo. Sólo el cauto redactor jefe de economía del New York Times, Alexander D. Noyer, que no se dejó ganar por la euforia, avisó de manera repetida de los peligros que podrían sobrevenir si se mantenía la locura bursátil. Y del mundo académico son célebres las opiniones del profesor Irving Fisher de Yale, uno de los economistas más influyentes del país, que declaró que las acciones habían alcanzado un nivel elevado permanente. Fisher (1930) pensaba, incluso después del crac, que la valoración de las acciones de las mayoría de las empresas americanas respondía a sólidas y justificadas expectativas de beneficios y sólo parcialmente a la actitud de inversores irreflexivos deseosos de entrar en un mercado eufórico. Por su lado, la Harvard Economic Society mantuvo siempre una actitud optimista de lo que acaecía en la Bolsa, juzgando que la euforia respondía a una realidad incontestable: la economía crecía y las empresas ganaban valor⁶.

2. El crac de 1929

Cuando a las 10 de la mañana del jueves 24 de octubre de 1929 sonó la campana que abrió la sesión en Wall Street, había más de un millar de miembros del New York Stock Exchange en la sala de negociaciones, por encima de los 750 habituales. El refuerzo obedecía a la cantidad de órdenes de venta cursadas durante la noche anterior.

⁵ Strong falleció en noviembre de 1928. La tasa de descuento fue finalmente elevada en el mes de agosto.

⁶ Tras la débacle que supuso el crac, la sociedad universitaria tuvo que rectificar y disolverse.

El número de operadores de telégrafo también había sido reforzado en previsión de una sesión que se esperaba movida. En el “Curb Exchange” –hoy denominado American Stock Exchange”- se puso a la venta un enorme paquete de acciones de la conocida firma “Cities Service Co.” y su cotización comenzó a caer de inmediato. Fue la señal que desató una furia vendedora de manera que en pocos minutos se cursaron órdenes de venta por un millón de títulos. Las cotizaciones se desplomaron, a las 11 de la mañana el pánico se había apoderado del parquet y el frenesí vendedor parecía imparable. Cuando las noticias de lo que ocurría en el interior de la Bolsa se conocieron fuera de sus muros, una multitud entre curiosa y preocupada se congregó en la célebre intersección de Wall Street con Broad Street. La policía de Nueva York tuvo que tomar posiciones para evitar posibles disturbios.

Para el mediodía se convocó una reunión urgente en las oficinas de J.P. Morgan, en el 23 de Wall Street a la que acudieron los principales banqueros de Nueva York⁷. Se trataba de formar un “pool” con la finalidad de frenar la caída del precio de las acciones. Se pusieron sobre la mesa 120 millones de dólares para que cada banquero, con el dinero que aportaba comprase las acciones que él mismo eligiese. Aunque no se trató de una acción coordinada, ni los miembros del “pool” se comprometieron a compartir pérdidas, la reunión tuvo un efecto sedante pues por la tarde se desaceleró la caída de la Bolsa. Al terminar la jornada Thomas Lamont, socio de Morgan, se dirigió a los periodistas para dar cuenta de la reunión y calmar los ánimos. Sus declaraciones fueron, sin embargo, desconcertantes: los banqueros, dijo, atribuían la caída a cuestiones estrictamente técnicas no a un deterioro de la economía: “there has been a little distress selling on the Stock Exchange”, fueron sus palabras finales. Esa misma tarde los banqueros volvieron a juntarse con objeto de preparar una estrategia común ante lo que pudiese ocurrir al día siguiente. En esta ocasión acudieron treinta y cinco miembros de la Bolsa, que juntos manejaban cerca del 70 por ciento de las operaciones de Wall Street. La conclusión a la que llegaron fue que había sido desde luego una mala jornada, que no se repetiría y acordaron que entre todos debían procurar calmar los ánimos de sus clientes y disipar los temores. También acordaron insertar una página completa en el New York Times recomendando al público comprar acciones en la Bolsa.

En Washington los miembros del Consejo de la Reserva Federal estuvieron todo el día pendiente de lo que pasaba en Wall Street. Se reunieron en dos ocasiones, a las 10,45 y las 15,30 horas. En la segunda estuvieron presididos por Andrew Mellon, el secretario del Tesoro. Aunque tuvieron la atención centrada en Nueva York, tomaron nota y pudieron comprobar que acontecimientos similares se registraban en las bolsas de Chicago, Boston, Filadelfia, San Francisco y Los Angeles.

En las jornadas del viernes 25 y del sábado 26 se repitió el ambiente vendedor, si bien los movimientos fueron más pausados. La semana empezó con mal pie. El lunes 28 fue un día terrible: los temores del jueves 24 se reprodujeron y durante la sesión salieron a la venta nada menos que nueve millones de títulos. Las pérdidas fueron elevadas. Al terminar la sesión los banqueros decidieron reunirse de nuevo: reconocieron esta vez que las fuerzas del mercado estaban más allá de su control; tomaron conciencia de que ya no podían frenar el descenso sino todo lo más impedir un desorden vendedor. A pesar de las declaraciones del presidente Herbert Hoover afirmando desde la Casa Blanca que “los fundamentos de la economía, es decir la producción y la distribución,

⁷ Entre los que acudieron a la cita estaban Charles Mitchel, presidente del National City Bank; Albert Wiggin, presidente del Chase National Bank; William Potter, presidente del Guaranty Trust Company; Seward Prosser, presidente del Bankers Trust Company; George Baker, presidente del First National Bank; además de los hermanos Guggenheim y varios representantes de Morgan.

son sólidos y la prosperidad continuará”, lo cierto es que el sentimiento general de compradores y vendedores era que el boom bursátil del bienio 1928-29 había terminado.

El martes 29 fue el día más devastador de los 112 años de la historia de la Bolsa de Nueva York. Las ventas comenzaron nada más abrir el mercado. Se produjo una avalancha de órdenes: bloques enteros de acciones se pusieron a la venta; nadie se libró de la caída de los precios; las acciones industriales descendieron un 30 por ciento de media; los títulos de los bancos y de los “investment trust” cayeron con mayor intensidad, por encima del 40 por ciento. Durante la jornada se vendieron 16,4 millones de títulos, un récord que no se sobrepasaría en cuarenta años. El Dow Jones se desplomó casi 50 puntos de manera que al finalizar el día las ganancias de los doce meses anteriores se habían esfumado. Se repitieron las reuniones de los banqueros; completamente desconcertados y superados por los acontecimientos no pudieron llegar a ningún acuerdo y dieron por finiquitados sus anteriores intentos de coordinar acciones para sostener las cotizaciones. Se convocó de urgencia al Comité de Dirección de la Bolsa para debatir posibles medidas; varios de sus miembros pidieron el cierre del mercado, pero la mayoría no secundó la propuesta.

Por la noche Julius Klein, subsecretario de Comercio, en una declaración radiofónica reiteró la convicción expresada días anteriores por el presidente: la economía del país estaba en buen estado. Los responsables de “Goldman & Sachs”, uno de las principales bancos de inversión, expresaron su parecer de que las condiciones económicas eran incuestionablemente sólidas. Y desde su residencia, John D. Rockefeller, el gran oráculo, que había permanecido en silencio durante décadas, emitió un comunicado en el que afirmaba su convicción de que la economía del país era sólida y que él y sus hijos habían decidido seguir comprando acciones en la Bolsa. Alfred Sloan, a la sazón presidente del General Motors, expresó una opinión parecida.

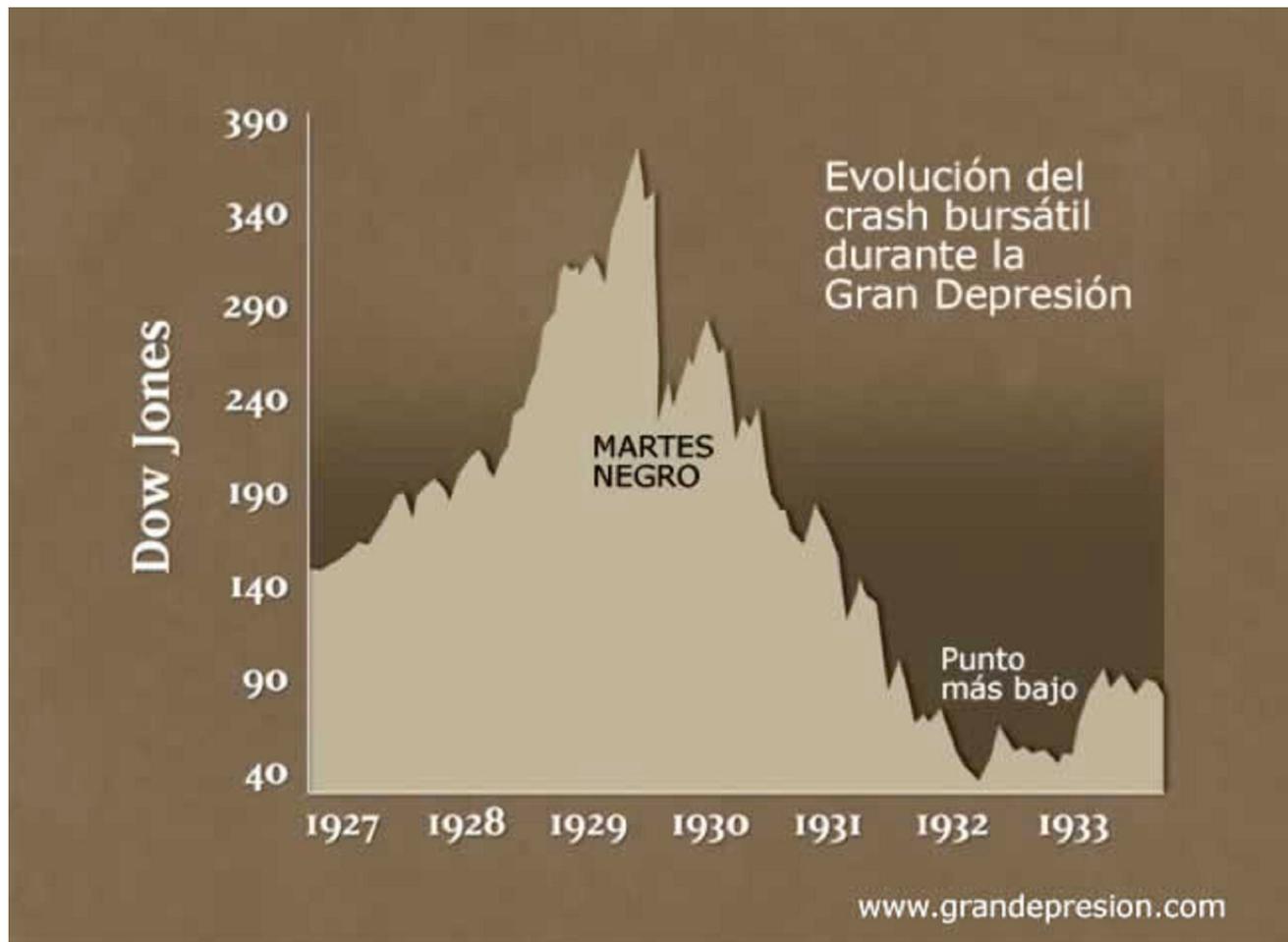
Los miembros del Consejo de la Reserva Federal se citaron al mismo tiempo que abría la Bolsa y no se separaron hasta que cerró. Debatieron la posibilidad de tomar alguna medida para calmar el mercado; alguna acción que pusiera algo de orden y detuviese el frenesí liquidacionista. No obstante, estaban tan desconcertados como Wall Street y tampoco tenían claro si intervenir en el mercado bursátil era una de sus responsabilidades. Todo lo que hicieron fue culpar a la “especulación” y pensar, como aducía Mellon, que la purga liquidacionista no vendría mal. Más activo y clarividente fue el presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York. George Harrison se distanció de la pasividad de la mayoría de sus colegas y dio instrucciones para evitar que el desplome de la Bolsa arrastrara a las entidades de crédito neoyorquinas a una posición insostenible de falta de liquidez. Excediendo de sus competencias, Harrison ordenó compras masivas de títulos en el mercado por una cantidad superior a las que estaba autorizado por el Consejo⁸. Inyectó la suficiente liquidez para impedir que se produjera una catástrofe financiera como consecuencia de la crisis bursátil. Además, el 1 de noviembre redujo la tasa de redescuento del 6 al 5 por ciento y pocos días después, el 15 de ese mismo mes, al 4,5 por ciento.

El miércoles 30 y el jueves 31 continuó la tónica de días anteriores, aunque la ansiedad pareció remitir, pese a las noticias que daban cuenta de la quiebra de importantes compañías. Para alivio de los operadores, el viernes y el sábado el mercado estuvo cerrado. Cuando la Bolsa reabrió sus puertas en noviembre las ventas masivas se reanudaron. Las sesiones del 11, 12 y 13 fueron particularmente nefastas; el índice Dow Jones cayó 50 puntos. El descenso continuó el resto de ese mes y del siguiente. Para

⁸ El límite establecido por el Comité de Mercado Abierto era de 25 millones de dólares a la semana. Harrison ordenó compras por 160 millones durante esa semana y 370 millones durante el mes de noviembre.

entonces era obvio que en Wall Street se había instalado la confianza. Y así fue: la Bolsa siguió su marcha descendente hasta 1932. El 3 de septiembre el Dow Jones había alcanzado su máximo nivel de 381 puntos y en 1932 el índice estaba en 79; había perdido el 90 por ciento de su valor. El gráfico 1 es lo suficientemente expresivo que nos excusa de hacer mayores comentarios.

GRAFICO 1. LA EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DOW JONES EN WALL STREET



Fuente: Kindleberger (1973)

3. ¿Qué causas provocaron el crac?

Las causas por las cuales se produjo el crac cuando se produjo y no antes o después son todavía un misterio, en particular para los partidarios de la racionalidad de los mercados. ¿Qué no conocían los inversores los días negros del martes 24 o del jueves 29 que no supieran las vísperas respectivas? ¿Qué les hizo cambiar de manera tan radical su perspectiva de futuro? ¿Qué les transformó de compradores bursátiles compulsivos en vendedores frenéticos? También cabe preguntarse si en el momento del crac las cotizaciones estaban sobrevaloradas y tarde o temprano era previsible que frenaran su alza y comenzaran a caer. ¿Existía una burbuja bursátil sin correspondencia con los fundamentos de la economía? ¿Cuál fue la causa entonces de que se desinflara la burbuja?

Sabemos que Fisher pensaba que la tendencia alcista de las cotizaciones en Bolsa respondía a la buena marcha de la economía y los buenos resultados de las grandes corporaciones industriales y de servicios. También sostenía que esto no era un fenómeno transitorio, sino que cabía confiar en que la prosperidad continuaría unos cuantos años, por lo que el optimismo de los inversores estaba justificado. Fisher aseguraba, además, que las cotizaciones subían independientemente de la expansión del crédito. No existía, pues, burbuja alguna.

Autores posteriores se han inclinado más bien por la postura contraria. En su celebrado libro, Galbraith (1955) sostiene que el colapso de octubre fue resultado de una burbuja especulativa formada durante varios años antes que cualquier acontecimiento o noticia podía desinflar. Este autor incide en el comportamiento irracional o manía especuladora que induce al público a invertir con desmesura en los mercados alcistas financiado por una también desmedida expansión del crédito y de los sistemas de compras al margen⁹. En su también merecidamente célebre libro, Kindleberger (1973) considera lo ocurrido en octubre del 29 como un fenómeno inevitable fruto de la especulación y que cualquier noticia o hecho que crease una mínima incertidumbre podía provocar un cambio radical de la actitud de los inversores. En opinión de Kindleberger, el mercado había perdido contacto con la realidad y que tarde o temprano la realidad, como siempre, se impone a euforias desorbitadas, sin fundamentos sólidos.

La burbuja estalló, pues, porque tenía que estallar. Empero, Kindleberger reconoce que habían aparecido antes signos de debilidad económica que habían elevado la probabilidad de una parada bursátil, si bien no era predecible su magnitud. El índice de actividad económica elaborado por el National Bureau of Economic Research mostró un máximo en junio y desde agosto ya era perceptible un cambio de ciclo, incluso el comienzo de una recesión. El cambio cabía atribuirlo a un claro descenso de la construcción inmobiliaria debido en parte a una caída de la demanda y a la creciente desviación de fondos financieros hacia la Bolsa; el autor menciona también un fenómeno de subconsumo fruto de un retraso de los salarios con respecto a los precios y a un incremento de la participación de los beneficios en la renta nacional; asimismo a finales de los veinte se estaba llegando al final de un ciclo de existencias (los almacenes de las empresas estaban llenos) y con ello a una ralentización de la inversión. Estos factores se juntaron con otros que Kindleberger considera como desencadenantes. Los posibles efectos proteccionistas en Europa que podrían derivarse de la aprobación del arancel Smoot-Hawley, todavía en discusión en el Congreso; un nerviosismo latente acerca del Plan Young sobre el asunto de las reparaciones de posguerra; y desde luego, la actitud de Banco de la Reserva Federal de Nueva York que desde 1928 había comenzado a subir los tipos de interés en un intento de frenar la especulación.

⁹ Compras que sólo requerían un desembolso inicial de un pequeño porcentaje (entre el 10 y el 20 por ciento, según los clientes) del valor de los títulos. El resto del pago quedaba aplazado.

Para Wigmore (1985) y White (1990), dos autores que han estudiado con detalle el comportamiento de la Bolsa neoyorquina, la formación de una burbuja especulativa no presenta dudas. Ambos han constatado que hasta mediados de 1928 el mercado de capitales reflejaba la buena evolución de la economía real, pero a partir de ese ejercicio las cotizaciones bursátiles se distanciaron de su lógico vínculo con la rentabilidad de los títulos; es decir, los precios de las acciones no se correspondían con los dividendos que pagaban las compañías cotizadas. El rápido aumento de las cotizaciones fue fruto de una euforia sin base, alimentada por una expansión excesiva del crédito que bancos y otras sociedades financieras canalizaron hacia la Bolsa. Los inversores sabían que la diferencia entre el precio de los títulos y su rentabilidad no podía sostenerse a largo plazo; y también sabían que la recesión en ciernes, tarde o temprano, incidiría en la Bolsa. Nada ocurrió hasta que la Reserva Federal, preocupada por el boom, imprimió un giro a su política monetaria y decidió subir su tipo de descuento básico. La repercusión sobre los tipos de mercado fue casi inmediata y se produjo un encarecimiento de todos los tipos de préstamos, incluidos los anticipos que concedían los "brokers". Sin crédito barato no era posible sostener el ritmo de compras bursátiles y el mercado se frenó. Una vez que comenzó el descenso ninguna fuerza pudo detener la avalancha de ventas.

Para demostrar la existencia de una burbuja especulativa en 1929, Wigmore presenta múltiples evidencias: transacciones de acciones en ese ejercicio de 4 millones de títulos, por encima de los 3,5 de 1928, o de los 1,7 de media del período 1936-25. Cambio de manos títulos por más de 870 millones de dólares, el 90 por ciento del total listado en Wall Street. Aumento en el número de "brokers" en la Bolsa de Nueva York que pasó de 706 en 1925 a 1.658 despachos en 1929. Incremento del precio de un puesto en la Bolsa que alcanzó los 652.000 dólares desde los 290.000 que costaba en 1928, o los 99.000 de 1925. Asimismo, el volumen de préstamos a corto plazo para la compra de acciones otorgado por los "brokers" subió de 4.400 millones de dólares en enero de 1928 a 8.500 millones en octubre de 1929. Y la prueba más contundente que ofrece es el desajuste existente en la ratio precio-dividendo (price-earning ratio) de los títulos y su rentabilidad media. Como puede comprobarse en el cuadro 1, en 1929 la ratio estaba muy por encima de los porcentajes que muestra la segunda columna, una diferencia poco justificada y claro exponente del ambiente especulativo¹⁰. A la vista de esta evidencia, Wigmore sostiene que la existencia de una burbuja es innegable, de manera que cuando se produjo el crac los mismos inversores que habían apoyado el mercado hasta el mes de octubre se convirtieron en una fuerza liquidadora imparable.

¹⁰ A una conclusión parecida llegaron De Long y Schleifer (1991). Para estos dos autores que estudiaron el caso particular de las sociedades de inversión de capital fijo (close-end mutual fund), el precio de las acciones estaban artificialmente inflado casi un 30 por ciento sobre el valor de las cifras que reflejaban los fundamentos de las empresas.

CUADRO 1. RATIO PRECIOS-INGRESOS Y RENTABILIDAD EN 1929 DE LAS PRINCIPALES COMPAÑÍAS COTIZADAS EN WALL TREET.

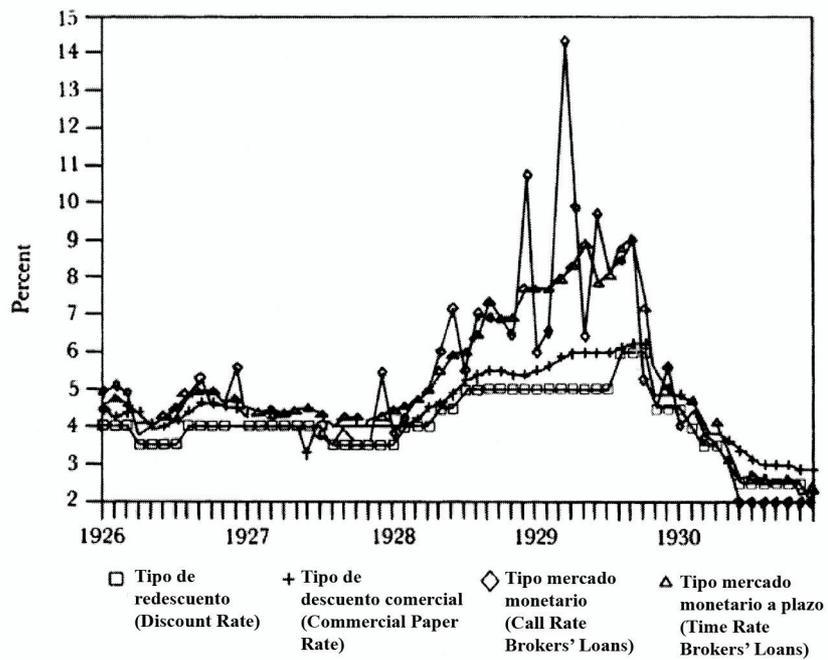
	Ratio precio-ingreso	Rentabilidad en 1929 (%)
Adams Express Co.	153	1,6
Alleghany Corp.	108	2,5
American & Foreign Power	50	7,9
Chase National Bank	62	7,4
Cities Service	69	11,6
Columbia Gas & Electric	45	11,1
Columbia Gramophone	165	30,9
Commonwealth Edison	36	9,4
Continental Illinois Bank	38	13,4
Detroit Edison	35	8,9
Electric Bond and Share	96	3,3
First National Bank of Chicago	40	10,5
General Electric	43	16,8
Goldman Sachs Trading Co.	129	2,3
Guaranty Trust	41	9,0
International Nickel	50	21,0
Irving Trust	39	9,7
IT&T	51	6,4
Middle West Utilities	90	5,0
Montgomery Ward	60	7,9
National City Bank	120	11,0
National Power & Light	47	7,1
North American Co.	37	15,7
Public Service Co.	35	8,9
Radio Corporation	73	22,9
Union Carbide & Carbon	36	13,1
United Gas Improvement	40	10,3
United Corporation	105	1,3
Warner Bros	37	8,0

Fuente: Wigmore (1985)

Por su parte, White, en el espléndido trabajo que dedicó a examinar el boom bursátil y su quiebra, precisó detalles sobre el origen y desarrollo de la burbuja especulativa e indagó las razones que impulsaron el mercado alcista de la década de los veinte y las posibles causas que condujeron a su término. Para este autor, el alza de las cotizaciones bursátiles estuvo plenamente justificada en sus comienzos por la buena marcha de la economía, la estabilidad macroeconómica a la que se había llegado y por el cambio tecnológico que impulsaba la renovación industrial. La economía americana crecía a un ritmo elevado, con bajos niveles de desempleo bajos y una tasa de inflación reducida. Había razones firmes y racionales para sentirse optimista e invertir en Bolsa. A ello contribuyó que los tipos de interés se mantuvieron reducidos y estables (gráfico 2) y que la disponibilidad de crédito otorgado por los "brokers" para la compra de acciones fuese ilimitada. Tuvo lugar al mismo tiempo una transformación notable de la estructura financiera. La regulación permitía que los bancos comerciales adquirieran bonos pero impedía que invirtieran en acciones. Para escapar de esta limitación, muchas entidades de crédito crearon sociedades filiales tomando el modelo de los "investment trust", que les permitía actuar como auténticos bancos de inversión. De esta manera, la banca comercial podía operar en todos los segmentos del mercado y atender las necesidades de sus clientes corporativos.

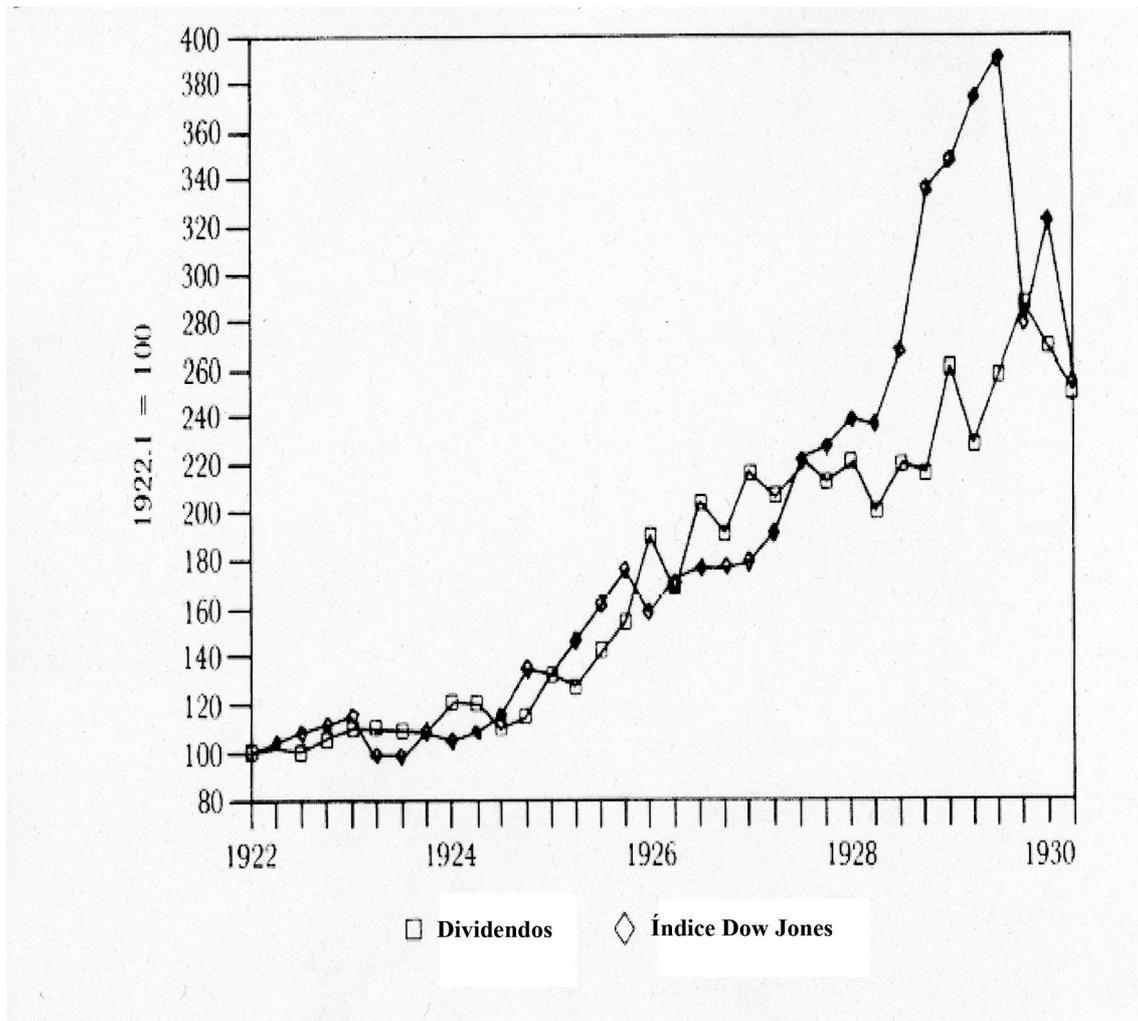
En opinión de White, la burbuja se formó a partir de la primavera de 1928, como muestra el gráfico 3. De 1922 a 1927 los dividendos y los precios se movieron al unísono, pero a partir de 1928 se observa una creciente discrepancia entre el precio de las acciones y el índice representativo de los dividendos. Estos últimos, que reflejan la capacidad de las empresas para remunerar el capital y son una buena medida de su rendimiento financiero, no justificaban el alza que se estaba produciendo en la Bolsa. Aunque la no correspondencia estricta entre cotizaciones y dividendos no implica necesariamente la existencia de una burbuja, puesto que los empresarios y gestores son reacios a incrementar los dividendos cuando suben las acciones a menos que consideren que la subida es permanente, lo cierto es que la evidencia disponible sugiere que los directivos de las empresas no consideraban que los beneficios de sus corporaciones justificaba la subida del precio de sus acciones.

GRAFICO 2. TIPOS DE INTERES EN LOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: White (1990)

GRAFICO 3. EVOLUCION DE LAS COTIZACIONES BURSATILES (INDICE DOW JONES) Y LOS DIVIDENDOS DE LAS PRINCIPALES COMPAÑIAS COTIZADAS EN WALL STREET

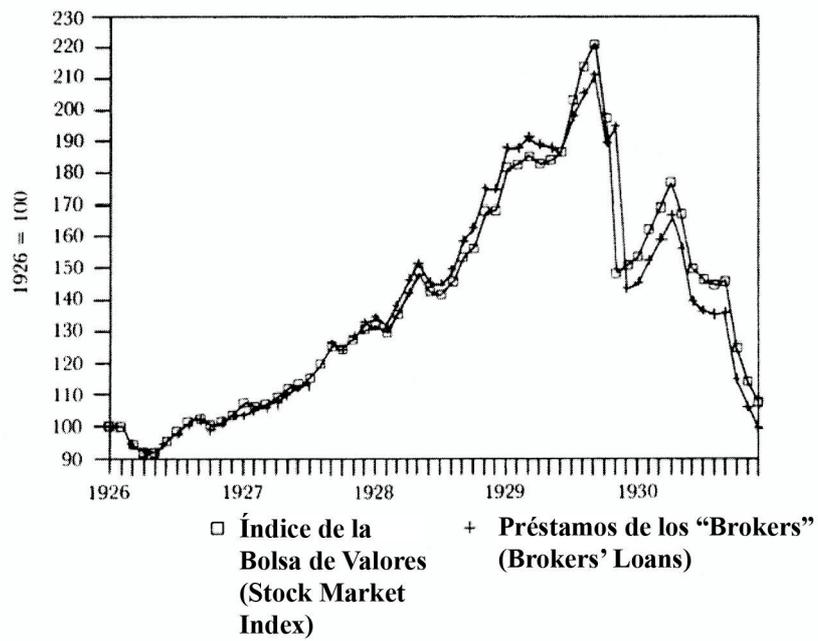


Fuente: White (1990)

White sostiene que los fundamentos de la economía justificaban la primera fase del boom bursátil, pero que no son suficientes para explicar que continuara después de 1928, sobre todo teniendo en consideración que los tipos de interés tendieron al alza, encareciendo con ello el coste del crédito. Como ha observado Hamilton (1987), entre otros, la Reserva Federal preocupada por el boom inició una política monetaria contractiva en enero de 1928, con ventas en el mercado abierto y una subida del tipo de descuento del 3,5 al 5 por ciento. Luego, el encarecimiento del crédito continuó escalando para llegar sus máximos la segunda mitad de 1929. Empero, la cantidad de fondos para la compra de títulos no se redujo. De hecho, el gráfico 4 permite afirmar que el ascenso fulgurante del precio de las acciones estuvo íntimamente ligado a las condiciones de disponibilidad de crédito otorgado por los "brokers". A la vista de esto, ambos autores sugieren que la demanda de crédito para seguir invirtiendo en bolsa, más que la oferta, fue lo que impulsó la especulación, lo cual produjo una reasignación masiva de fondos en el mercado de capitales. Los recursos líquidos disponibles se reorientaron hacia el mercado bursátil, lo cual mostraría el carácter independiente (al margen de los fundamentos) de la burbuja especulativa¹¹.

¹¹ Una amplia literatura ha explorado la existencia de burbujas en los mercados financieros. Los modelos consideran que en ocasiones el precio de los activos no reflejan siempre los fundamentos –esto es, el valor presente de los beneficios esperados. Diferentes autores han señalado que en ocasiones se presentan burbujas cuando los fundamentos son difíciles de evaluar.

GRAFICO 4. COTIZACIONES Y PRESTAMOS OTORGADOS POR LOS BROKERS



Fuente: White (1990)

En un segundo trabajo, White, con la colaboración de Rappoport (1993), insistió que la historia tradicional de la existencia de una burbuja especulativa tiene sólidas bases. Sostienen, además, que ni las excesivas emisiones de títulos en aquellos años, ni los cambios regulatorios, ni el débil comportamiento de las bolsas europeas, ni las vicisitudes del debate sobre el arancel Smoot-Hawley explican el desplome de las cotizaciones bursátiles. Para estos dos autores, el final de la burbuja sobrevino como resultado del aumento de los tipos de interés y de la incipiente recesión industrial que apareció a finales de la década. Esto fue suficiente para que los inversores revisaran sus expectativas. Sabían que la diferencia entre el precio de los títulos y su rentabilidad no podía sostenerse a largo plazo; sabían que la recesión terminaría, tarde o temprano, reflejándose en los títulos de las acciones; y sabían que sin crédito barato por parte de los "brokers" no era posible financiar la compra de títulos a plazo. Y por eso, una vez que comenzó el descenso ninguna fuerza pudo detener la avalancha de ventas. La Bolsa cayó sin piedad durante treinta meses consecutivos y no frenó su descenso hasta 1932.

Friedman y Schwartz (1963), en su influyente investigación, aunque no se ocupan directamente de explicar las razones por las cuales pinchó la burbuja, si dejaron claro el deseo de la Reserva Federal de frenar el boom de la Bolsa. En su opinión, la política monetaria contractiva adoptada desde mediados de 1928 obedeció a una excesiva preocupación por la especulación bursátil. Anna Schwartz (1981) ha insistido por su cuenta en este argumento. Para esta autora la actitud del Consejo de la Reserva Federal estuvo marcada por la doctrina de los saldos reales, que distingue entre los distintos usos (especulativo o productivo) que puede hacerse del crédito. El crédito aplicado a la actividad productiva se traducían en aumentos de la producción y no era, por tanto, inflacionario. Por el contrario, los préstamos para financiar la compra de títulos en Bolsa tenían un claro componente especulativo que podía perjudicar la economía. Y esta convicción fue lo que llevó a los miembros del banco central americano a endurecer la política monetaria. Querían encarecer el crédito para cortar la demanda de liquidez que los "brokers" canalizaban hacia el mercado bursátil. También Hamilton (1987) ha aducido que el endurecimiento de la política monetaria obedeció al propósito de la Reserva Federal de acabar con la escalada de las cotizaciones bursátiles.

No obstante lo escrito hasta aquí, los argumentos de Fisher negando la existencia de una burbuja especulativa no han desaparecido del todo. Sirkin (1975) trató de rescatarlos hace unos años en un breve e incisivo artículo. Para ello comparó las cotizaciones de los títulos de las principales compañías en la Bolsa de Nueva York con los dividendos esperados bajo el supuesto de que la economía continuara su marcha ascendente sin interrupción. Conforme a sus cálculos no cabía hablar de irracionalidad de los inversores, ni de orgía bursátil, pues los ingresos esperados de las empresas cotizadas justificaban las subidas que se registraban en el precio de sus acciones. McGrattan y Prescott (2003) tampoco creen que las acciones en Wall Street estuviesen sobrevaloradas, sino que más bien su cotización respondía a los fundamentos de las empresas. Mantienen que el boom estaba vinculado a beneficios crecientes y a incrementos esperados en los dividendos. Si el mercado colapsó no fue porque las burbujas siempre llegan a un final, sino porque la Reserva Federal elevó los tipos de interés y amenazó a las entidades de crédito con cortarles su acceso al redescuento y al crédito si seguían concediendo préstamos a los "brokers" para que estos otorgaran a su vez facilidades para la compra de acciones y obligaciones en la Bolsa

En cualquier caso, tanto si se piensa que no existía burbuja, como si se cree que el mercado bursátil vivió un par de años en medio de una orgía especulativa, y tanto si se considera que la burbuja se desinfló por sí misma, o como resultado de la acción monetaria restrictiva de la Reserva Federal, lo cierto es que las consecuencias del "crac"

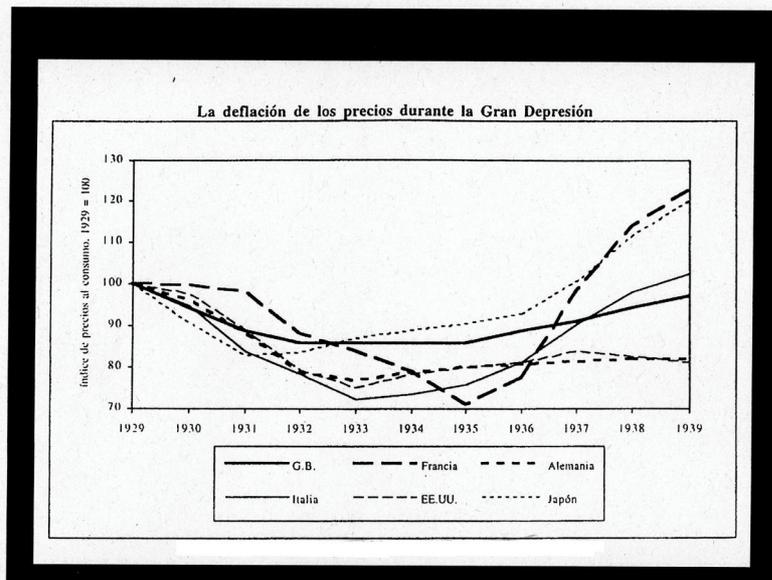
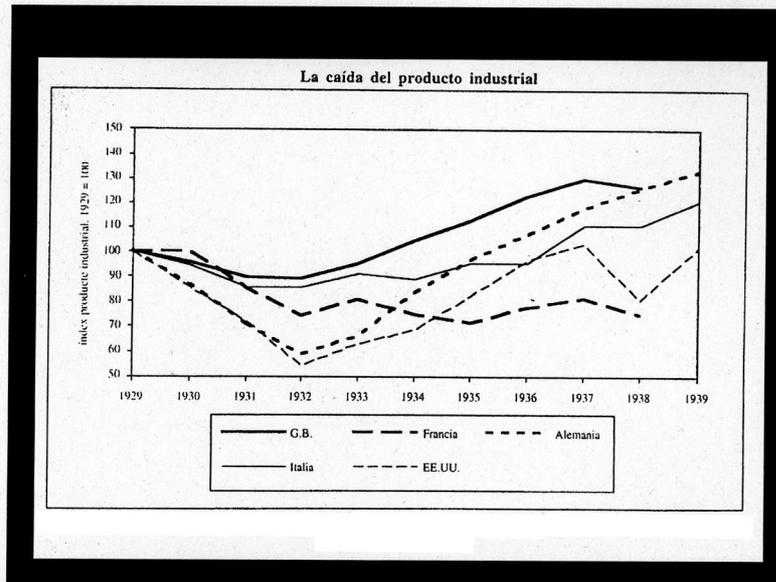
sobre las expectativas de los inversores fueron devastadoras. También lo fue para el valor contable de empresas: su capitalización cayó al tiempo que caía el valor de sus títulos en el Bolsa. Todos aquellos que habían invertido una parte o la totalidad de su patrimonio observaron como el valor de sus carteras se reducía a la nada¹². Los que habían tomado prestado para la compra de títulos comprobaron que no podía devolver sus créditos y muchos "brokers" quebraron al tiempo que sus clientes se arruinaban. La Bolsa, en caída libre, dejó de cumplir su función como mercado de capitales y mecanismo de financiación de inversiones. Empresas y consumidores revisaron sus expectativas a la baja y comenzaron a aplazar sus decisiones de gasto. En Europa y en otras partes del mundo lo acaecido en Nueva York no pasó inadvertido; el descenso americano se transmitió como la pólvora a todos los mercados bursátiles. En Berlín, donde la caída había comenzado casi dos años antes, el colapso de Wall Street acentuó su descenso; asimismo, los mercados de Londres y París siguieron la senda descendente marcada por Nueva York.

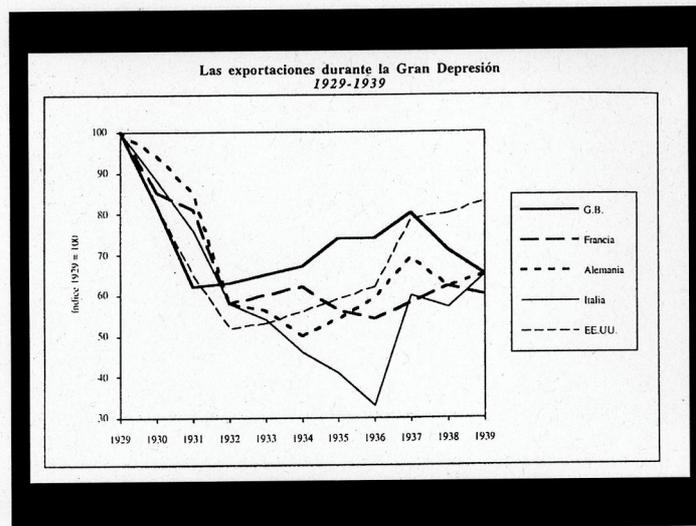
4. La Gran Depresión

Al crac de 1929 le siguió una profunda contracción económica. La economía mundial cayó en picado hasta finales de 1932 y después la recuperación fue muy lenta y desigual, de manera que al final de la década aún no se habían recuperado los niveles de producción y renta de 1929. El resumen presentado en el informe Brady (1988) da idea, para Estados Unidos, de su magnitud: "Entre el punto más alto del mercado en septiembre de 1929 y el final de ese año el Dow Jones Industrial Average cayó un 34,8 por ciento...En los dos años siguientes, la situación empeoró de forma significativa y la baja fue del 33,7 por ciento en 1930 y del 52,7 por ciento en 1931. En total entre el punto más alto de 1929 y 1932, la baja fue del 89 por ciento...El producto nacional bruto (PIB) se redujo un 9,9 por ciento en 1930, el 7,7 por ciento en 1931 y el 14,9 por ciento en 1932. En 1933 el PIB se situaba un 30,5 por ciento por debajo del registrado en 1929...El desempleo se elevó al 14,2 por ciento en 1930, al 25,2 por ciento en 1931, al 36,3 por ciento en 1932 y llegó a un máximo del 37,6 por ciento en 1933. El gráfico 5 muestra la gravedad de la crisis: caída del producto industrial, largo período de deflación y hundimiento del comercio internacional.

¹² Aunque sólo el 2 por ciento de la población de los Estados Unidos operaba en Bolsa y por lo tanto se vieron afectado directamente por el colapso, otra buena parte de la población consideraba el mercado bursátil el mejor indicador de la economía y orientaba sus decisiones de inversión y consumo.

GRAFICO 5. LA GRAN DEPRESION





Fuente: Temin (1976)

Kindleberger (1973) recuerda que la caída de la Bolsa provocó fuertes pérdidas a los inversores que recortaron sus niveles de gasto; por su lado las familias se encontraron sin liquidez para hacer frente a sus pagos corrientes, incluidos los hipotecarios. El descenso de la producción y de los precios fue tan rápido e impresionante que es difícil desarraigarlo del crac: la producción industrial cayó un 10 por ciento entre octubre y diciembre, la caída más intensa desde 1920; los precios y las importaciones también descendieron a velocidad de vértigo, un 20 por ciento en el último trimestre del año 29. Asimismo, Mishkin (1978) señaló que el crac, junto con el incremento que se había producido en el endeudamiento de las familias, deterioró la calidad de sus activos y los hizo poco líquidos y realizables. Estima que aproximadamente dos tercios de la caída de la demanda agregada pudo deberse al empeoramiento de la posición financiera de las familias. También Samuelson (1979) mantiene que el crac bursátil fue uno de los factores importantes que generaron e intensificaron la Gran Depresión. En su opinión no debería minimizarse las consecuencias de lo acaecido en Wall Street como si hubiese sido un simple resfriado; el desplome de la Bolsa neoyorquina arrastró a la quiebra a varios miles de bancos y sin duda la crisis financiera fue un ingrediente central de la crisis económica general.

Christina Romer (1990) ha defendido lo que denomina “the uncertainty hypothesis” (hipótesis de la incertidumbre). Sostiene que si bien la recesión americana comenzó en el mes de agosto después del crac bursátil la caída de la producción se aceleró de manera ostensible y en su opinión, existe un vínculo innegable entre ambos fenómenos. Romer ha señalado que el crac bursátil de octubre de 1929 generó una atmósfera de temor y un ambiente de incertidumbre sobre el futuro inmediato de la economía; los consumidores temiendo un descenso de su renta futura revisaron a la baja sus expectativas y aplazaron o suspendieron sus compras de bienes de consumo duradero; los productores ante el empeoramiento de las condiciones de los mercados y desorientados sobre cual podría ser la evolución de los negocios se replantearon sus planes de inversión en equipos y nuevas plantas, posponiendo adquisiciones hasta que se despejasen las incógnitas abiertas por la catástrofe de Wall Street. Romer mantiene asimismo que familias y empresas comprobaron que el crac afectaba al funcionamiento normal del sistema financiero y que se había interrumpido el flujo de crédito bancario, lo que sin duda terminaría reduciendo la demanda de inversión.

Con datos agregados lleva a cabo un ejercicio estadístico para distintos períodos relacionando los gastos de consumo (ventas) con las oscilaciones del mercado bursátil y obtiene una serie de coeficientes de correlación altos y significativos, de tal manera que le permiten asegurar que cuando la volatilidad bursátil aumenta, el consumo de bienes duraderos se reduce. Esto es, movimientos bruscos en los precios de acciones y obligaciones tienden a deprimir la producción y la demanda de consumo. En su ejercicio la autora estimó que cuando se duplica la variabilidad media de las cotizaciones bursátiles la producción de bienes de consumo anual se reduce un 7 por ciento. Teniendo en cuenta este resultado, el modelo de predicción utilizado por Romer sugiere que el pronunciado descenso de la Bolsa en 1929 y 1930 debería haber provocado una caída de la producción de un 44 por ciento, incluso por encima del 32 por ciento registrado.

Romer, además, repasa la prensa económica para varios períodos, incluidos los años posteriores al crac. Encuentra que la mayoría de los analistas percibieron que en 1929 y 1930 los consumidores se mostraban especialmente cautos en sus decisiones como consecuencia del colapso bursátil. El cataclismo acaecido en Wall Street les provocó en esta ocasión un mayor grado de incertidumbre sobre el futuro de la economía que en crisis anteriores. Perdieron la confianza y redujeron sus niveles de

gasto. Romer aduce asimismo que la deflación causada por el crac se transmitió con rapidez al sector real no sólo a través de las expectativas sino también vía el mercado financiero y del efecto riqueza. Bancos y empresas lucharon con denuedo por encontrar liquidez: los primeros actuando a la defensiva redujeron el crédito para nuevas inversiones y los segundos reforzaron sus reservas para compensar la merma sufrida por su capital. Por otro lado, las pérdidas soportadas por los titulares de acciones les condujo a restringir tanto sus gastos de consumo como de inversión.

En definitiva, a la vista del deterioro de las expectativas empresariales y del pesimismo de los consumidores que sobrevino de manera inmediata tras el derrumbe de la Bolsa, cabe afirmar que el crac de octubre incidió plenamente en las condiciones económicas y financieras del 29 y de años sucesivos. No fue un fenómeno superficial sino un ingrediente esencial del mecanismo deflacionista que caracterizó la Gran Depresión. El derrumbe bursátil asustó a empleados y empleadores y, en muy pocos meses, se evaporó la confianza de unos y otros. La incertidumbre provocó la caída del consumo y la inversión, que se propagó de inmediato a la producción, la renta y el empleo.

No todos los estudiosos comparten la idea de que el origen de la Depresión fuese el crac del 29; para algunos la caída de la Bolsa fue una más de las muchas que habían ocurrido con anterioridad y no puede considerarse incluida entre los factores causantes de la recesión; para otros, el crac tuvo importancia, pero no puede considerarse ni el origen ni la causa sino una variable más que acentuó una recesión que había comenzado antes.

Friedman y Schwartz (1963) aunque admiten que los acontecimientos de Wall Street cambiaron la atmósfera de los negocios e introdujo temores e incertidumbres que sin duda repercutieron sobre las decisiones de gasto de los agentes económico, sostienen que la causa de la Gran Depresión hay que buscarla en la política monetaria restrictiva de la Reserva Federal. Elevados tipos de interés reales, combinados con una reducción del volumen de liquidez provocaron un fuerte descenso de la cantidad de dinero del sistema lo que, conforme a los modelos monetaristas, provocó una caída de la renta, de la producción, del empleo y de los precios. A la contracción monetaria contribuyeron las multitudinarias quiebras bancarias, más de 10.000 entidades, que destruyeron millones de dólares en depósitos a la vista y a plazo lo que a su vez generó una fuerte contracción del crédito. La explicación que propusieron estos dos autores, basada en una portentosa acumulación de hechos y detalles históricos, hacía descansar la Gran Depresión en los errores de los responsables de la Reserva Federal americana, que malinterpretaron los acontecimientos y adoptaron políticas que agravaron la incipiente recesión iniciada en el verano del 29. Las autoridades monetarias de Washington mantuvieron las tasas de descuento demasiado bajas durante el boom de los años veinte y demasiado altas una vez que se desinfló la burbuja bursátil y los bancos comenzaron a quebrar. Como luego reiteró la propia Anna Schwartz (1981), cualquiera que fuese la causa que precipitó el colapso bursátil o el inicio de la recesión industrial, lo que verdaderamente explica la Gran Depresión es la fuerte contracción de la cantidad de dinero como consecuencia de las quiebras bancarias y de la política monetaria restrictiva de la Reserva Federal. Asimismo Hamilton (1987) ha examinado con detalle la política contractiva de la Reserva Federal iniciada en 1928 y sostenida durante los años siguientes. Para este autor se mida como se mida y se utilice el indicador monetario que se utilice no hay sombra de duda de que la política monetaria fue dañina y que fue una de las causas que precipitó la Gran Depresión.

En el lado opuesto, economistas e historiadores económicos de tradición keynesiana explican la Gran Depresión como consecuencia de una contracción

autónoma de la demanda agregada, tanto de la demanda de consumo como de la demanda de inversión. Factores que contribuyeron a la disminución del consumo fueron el descenso en la construcción inmobiliaria en la segunda mitad de los veinte y la caída de los precios agrarios a lo largo de toda la década, a lo cual se vino a sumar la recesión industrial aparecida en el verano del propio año de 1929. Para Temin (1976) fue la caída de la demanda lo que generó fuertes impulsos deflacionistas a la economía americana y de allí se trasladó al resto del mundo vía el comercio internacional y los mercados de capital. La adhesión al patrón, el mantenimiento de la ortodoxia financiera que ató las manos de los "policy makers" es asimismo una clave esencial para entender la razón por la cual la recesión de finales de los veinte se convirtió en una profunda depresión en los treinta, y también para entender el mecanismo de transmisión.

Este argumento último, las consecuencias perversas de la defensa del patrón oro tras el crac ha sido defendido por Hamilton (1988), Eichengreen (1992a, 1992b) y por Eichengreen y Temin (2000), entre otros. La recesión económica en el centro redujo las importaciones mundiales y las exportaciones de capital, lo que condujo a un deterioro generalizado de las balanzas de pagos y agravó los desequilibrios exteriores. Al mismo tiempo cayeron los ingresos presupuestarios e hizo su aparición el espectro de los déficit públicos. El mantenimiento del patrón oro exigió la adopción de políticas monetarias y fiscales restrictivas para combatir el doble desequilibrio exterior e interior. Elevaciones de tipos de interés para frenar la salida de capitales y recortes del gasto público para compensar la reducción de los ingresos. El patrón oro, la defensa a ultranza de la estabilidad de los tipos de cambio, fue como un grillete dorado que maniató a los responsables de la economía, ministros de Hacienda y banqueros centrales. Una especie de rey Midas cuyo poder paralizó la economía mundial. Una ideología a la que se adhirieron las autoridades monetarias de la mayoría de las naciones con el convencimiento de que el mantenimiento del patrón oro evitaría la repetición del caos financiero que siguió a la Primera Guerra Mundial. El patrón oro era garantía de estabilidad de precios y significaba la existencia de una mínima cooperación internacional.

Una tercera explicación proviene de aquellos que piensan que la clave para entender la intensidad y duración de la depresión está en las debilidades del sistema financiero americano e internacional. La crisis financiera, quiebras bancarias en los Estados Unidos y en Europa, donde suspendieron pagos o desaparecieron entidades de gran envergadura, contrajo el volumen de crédito disponible. En Estados Unidos con un sistema bancario descentralizado con más de 20.000 entidades muchas de las cuales eran de tamaño reducido y de ámbito local, quebraron 600 bancos en regiones rurales del sur y del medio oeste a finales de 1930, aquejadas por el descenso de los precios agrarios que había reducido los ingresos de sus clientes. Luego vinieron las crisis de la primavera y el otoño de 1931, el gran pánico bancario de Chicago en enero de 1932 y el colapso bancario en varias regiones que se extendió desde septiembre de 1932 hasta el 6 de marzo de 1933. La debâcle en el sistema financiero americano se produjo al mismo tiempo que la banca centroeuropea, que acumulaba debilidades y desequilibrios desde el final de la guerra mundial. La crisis explotó en mayo de 1931 con la quiebra del gigante austriaco Creditanstalt de Viena. La desconfianza se extendió de Viena a Berlín donde en pocas semanas se produjo una masiva retirada de fondos por parte de residentes y no residentes, que además al convertir la moneda local en dólares provocaron una fuga capitales que hizo tambalear el marco. El Danatbank cerró sus puertas y los problemas se extendieron al resto de los gigantes como Dresdner y el Deutsche Bank. La paralización del sistema bancario germano se contagió al resto de Europa, con quiebras

y suspensiones de pago en Italia, Hungría, Checoslovaquia y otros países del este continental. Las entidades que no cerraron fueron intervenidas.

Bernanke (1983) y Bernanke y James (1991) sostienen que la reducción de la oferta monetaria fruto de estas crisis financieras tuvo efectos reales devastadores. El descenso del precio de los activos (créditos, préstamos, cartera de valores) en los balances bancarios amenazó gravemente la solvencia de las entidades de crédito. Incapaces de hacer frente a sus obligaciones a corto plazo, los bancos reasignaron sus recursos hacia activos líquidos, como bonos del Tesoro y deuda del Estado, estrangulando la oferta de crédito a familias y empresas que se quedaron sin fondos para efectuar sus compras e inversiones. La ausencia de financiación bancaria provocó el recorte de los planes de gasto, redujo la demanda agregada e intensificó la espiral deflacionista. También Hamilton (1987) ha insistido en el papel negativo desempeñado por las quiebras bancarias que minaron la posibilidad para que el sistema financiero cumpliera su función de suministrar crédito para nuevas inversiones.

Una cuarta línea de explicaciones, compatible con cualquiera de las anteriores, busca el origen de la Gran Depresión en los desequilibrios financieros provocados por la primera guerra mundial y no corregidos a lo largo de los años veinte, así como en las transformaciones estructurales acaecidas en la economía internacional en ese mismo período (Eichengreen, 1992b y 2004). La contienda provocó bruscas transformaciones en las relaciones económicas y en la composición de la producción mundial; el cambio tecnológico posterior repercutió en las ventajas comparativas y en la productividad relativa de los sectores productivos; las viejas industrias entraron en declive y surgieron nuevos sectores a una creciente demanda de bienes de consumo; la ampliación del área cultivable y la mecanización aumentó la oferta mundial de productos agrarios y materias primas, incrementó la competencia pero redujo los precios agrarios y con ello los ingresos de los productores de bienes primarios, al tiempo que crecía su endeudamiento. Estos cambios aumentaron la sensibilidad de la economía a los cambios de ciclo, de manera que cualquier pequeña perturbación tendría una incidencia mayor sobre el comportamiento de productores y consumidores. Además, los mercados laborales perdieron flexibilidad como consecuencia de la aparición del movimiento sindical y de la formación de agrupaciones patronales; los salarios se hicieron más rígidos y ello obstaculizó ajustes que antes se producían de manera automática. También el sistema monetario internacional reconstruido tras la debâcle de la guerra contenía elementos internos de desequilibrio: las paridades definidas en los años veinte estaban lejos de las marcadas por los precios relativos; los desajustes derivaron, en unos casos, de monedas sobrevaluadas, como la libra esterlina o la lira italiana, y, en otros, de monedas infravaloradas, como el franco francés, e incluso el dólar. El patrón oro reintrodujo la disciplina fiscal y monetaria perdida durante la guerra pero su funcionamiento posterior, deficiente y menos flexible, no permitió, como antaño, un mundo de estabilidad cambiaria sin fricciones. Y por su lado, los bancos centrales lejos de cumplir con las reglas del juego que exigía el patrón oro, las vulneraron de manera sistemática. También se vio afectado el sistema multilateral de pagos prebélico, a causa del deterioro irreversible de la posición competitiva europea. Los saldos de la balanza de pagos por cuenta corrientes de las naciones del continente se tornaron negativos. Europa se transformó de acreedor internacional en deudor y Londres, París y Berlín perdieron su capacidad como centros financieros internacional, sin que Nueva York se alzara entonces para sustituirlos. Los capitales que habían fluido desde estas tres capitales europeas hacia el resto del mundo para financiar el comercio internacional antes de 1914 y que permitían corregir los desequilibrios temporales de las balanzas de pagos de los países deudores cesaron bruscamente. Los desequilibrios y desajustes gestados

durante los veinte terminaron por aflorar en los treinta, justo en el momento que el crac bursátil, las quiebras bancarias y una recesión económica hicieron acto de presencia.

En suma, parece existir un consenso en cuanto a la multiplicidad de factores que incidieron en el origen y desarrollo de la Gran Depresión, si bien persisten las discrepancias sobre cuál fue o pudo ser su “la causa” principal. De un lado, la literatura sobre el tema además de fijarse en los acontecimientos en Estados Unidos ha incorporado hechos muy significativos que acaecieron en otras partes de la economía mundial. De otro, al crac del 29 y sus consecuencias sobre las expectativas de las familias y de las empresas que sin duda afectaron la demanda de consumo y de inversión, se han añadido otros factores como la política monetaria de la Reserva Federal, las crisis bancarias y la consecuente reducción del crédito, y sobre todo el patrón oro como elemento esencial de transmisión de la crisis de un lugar a otro y también como elemento central del agudo proceso de deflación sufrido por la economía mundial en los años treinta.

5. El año que cambió el mundo

Las causas de la Gran Depresión continúan siendo un enigma y, pese a los avances en la investigación, el debate sigue abierto. Donde si parece existir mayor acuerdo es en su significado histórico. Lo anticipó Maynard Keynes, quien en 1931 escribió: "We are today in the middle of the greatest economic catastrophe -the greatest catastrophe due almost entirely to economic causes- of the modern world...The view is held in Moscow that this is the last, the culminating crisis of capitalism and that our existing society will not survive it...There is the possibility that when this crisis is looked back upon by the economic historians of the future it will be seen to mark one of the major turning points". El genial economista de Cambridge acertó: después de 1929 el mundo ya no fue igual. La Gran Depresión, con sus secuelas en forma de paro y deflación, dejó una huella imborrable. Su recuerdo está asociado a la consolidación del fascismo, el ascenso del nazismo y la segunda guerra mundial. La Gran Depresión trajo consecuencias políticas indeseadas y fue un punto de inflexión, "a turning point", o "a defining moment", como titularon Bordo, Goldin y White un importante libro en 1998.

La Gran Depresión modificó de manera radical las reglas y las instituciones que habían gobernado el mundo económico hasta entonces. El "New Deal" en los Estados Unidos y las políticas intervencionistas en Europa fueron el punto de partida del conjunto de cambios sociales, institucionales y económicos que luego se consolidaron finalizada la segunda guerra mundial y estuvieron vigentes hasta la siguiente gran crisis de los años setenta del siglo pasado. Fruto de la Gran Depresión fue la denominada “economía mixta”, que conjuga la iniciativa privada y un destacado papel del sector público en el funcionamiento del mercado. El declive de los años treinta se interpretó como un fallo de la economía libre de mercado, una muestra clara de que el capitalismo liberal no garantizaba ni el progreso ni una mejor distribución de la riqueza. La intervención del Estado se hizo necesaria para corregir los fallos de mercado, sustituir la iniciativa privada cuando fuese necesario y asegurar el suministro de bienes sociales y preferentes.

El New Deal puesto en práctica por la administración de Roosevelt en 1933 fue el origen de una nueva relación entre el Estado y el sector privado; de un cambio en la percepción de los agentes sociales acerca del papel que debía desempeñar el sector público en la economía. La débacle que se produjo tras el crac del 29 justificó la adaptación de programas sociales, la creación de agencias públicas para sostener precios y salarios y para estimular la inversión, así como de medidas regulatorias en el ámbito financiero. Como consecuencia de ello, en la década de los treinta y sobre todo tras la

guerra mundial el Estado aumentó de tamaño y amplió su capacidad de intervención. Nacieron los programas sociales para el establecimiento de fondos de pensiones, la cobertura del desempleo, y para otras eventualidades negativas provocadas por los ciclos económicos. La Social Security Act de 1935 permitió la creación de dos agencias nuevas, el Social Security Board y el Federal Home Mortgage Association (Fannie Mae). Se adoptaron medidas de sostenimiento de los precios agrarios y de protección a los agricultores (Agricultural Adjustment Administration), al tiempo que se puso en marcha uno de los grandes macroproyectos del New Deal: la agencia del Tennessee Valley Authority para impulsar obras públicas, canalización de ríos, construcción de pantanos y de centrales hidroeléctricas en zonas deprimidas. Apareció la planificación industrial instrumentada a través de la influyente National Industrial Recovery Act (NIRA), uno de cuyos cometidos fue el la puesta en práctica de programas de sostenimiento de los salarios urbanos y la lucha contra la deflación. Se revisaron al alza los aranceles y el Congreso aprobó medidas proteccionistas adicionales. Las reformas alcanzaron al sistema financiero y dejaron una huella profunda: la creación de una agencia nacional para asegurar los depósitos bancarios, la Federal Deposit Insurance Corporation, un modelo que luego inspiró los fondos de garantía de depósitos en el resto del mundo; también las sucesivas Emergency Banking Act(s) de 1933, 1934 y 1935 que establecieron la Securities and Exchange Commission (SEC), una comisión de vigilancia de los mercados de valores, y remodelaron la estructura bancaria; y la disposición más conocida fue la Glass-Steagall Act, que separó la banca comercial de la banca de inversión. En el ámbito laboral se aprobó en 1935 la National Labor Relations Act, para regular las relaciones entre trabajadores y patronos y favorecer la negociación colectiva. Esta batería de acciones y las diferentes agencias públicas que se encargaron de ponerlas en marcha y desarrollarlas se han recogido en el apéndice. El New Deal trajo consigo además un nuevo federalismo; Washington logró detraer competencias de los estados y gobiernos locales. En suma, el New Deal fue el final del "laissez faire" y el principio de un cambio radical del papel del Estado en la economía, una verdadera novedad dentro de la tradición liberal prevalente hasta entonces de la sociedad americana.

El activismo fiscal y monetario es otro de los legados de la Gran Depresión, como lo es la moderna macroeconomía, un producto salido de la "Teoría general del empleo el interés y el dinero", publicada en 1936 por el de Cambridge. La "Teoría general" cambió el modo de pensar sobre la economía, así como nuestras ideas sobre su funcionamiento. Temin (1989) ha señalado que la salida de la Gran Depresión exigió un cambio en los paradigmas existentes hasta entonces, lo que denominó un "cambio de régimen" que incluía políticas monetarias y fiscales diferentes y que estuvo representado sobre todo por el abandono del patrón oro, que en su opinión no era sólo un mecanismo monetario sino un modo de pensar y de actuar; un modo de pensar que implicaba que el mercado corregía de manera automática los desequilibrios macroeconómicos; la Depresión dio entrada a una época de "socialismo de mercado" defendido por gentes que creían en la necesidad de dirigir la economía.

A escala internacional, la Gran Depresión fue un profundo corte con el mundo globalizado surgido a finales del siglo XIX y que, pese al desgarró que supuso la primera guerra mundial, logró sobrevivir. Como sostiene Harold James (2001), la crisis significó el final de la primera globalización. La economía mundial se deslizó hacia la autarquía, los controles de cambio, el proteccionismo y el nacionalismo económico. Durante el siglo XIX los avances tecnológicos en las comunicaciones, la adopción de reformas monetarias que acercaron los sistemas de pagos nacionales, la rebaja de los aranceles y la eliminación de impedimentos a la movilidad de capital y personas,

impulsaron un creciente proceso de internacionalización, abriendo una especie de “edad universal”, como cabe denominar a la globalización anterior a la primera guerra mundial. Los movimientos casi sin obstáculos de gentes, capitales y mercancías enlazaban las economías de Europa, Asia, América y, en menor medida, África, creando un verdadero sistema económico mundial. El colapso de 1929 y la Gran Depresión destruyó las bases y las fuerzas políticas y sociales que habían sustentado la globalización decimonónica. La economía "universal" se fragmentó en bloques sin apenas conexiones.

En el la década de los treinta se asiste asimismo al fracaso de la cooperación internacional. Las naciones afectadas por la crisis buscaron soluciones autónomas, al margen de la colectividad. Los intentos de llegar algún tipo de acuerdo tras el crac del 29 y en los dos primeros años de la crisis fueron inexistentes. Hay que esperar a la Conferencia de Lausanne de 1932 para atisbar el primer paso para concertar acciones comunes paliativas de una depresión de alcance mundial con casi tres años de recorrido. En Lausanne se reunieron los representantes de las principales potencias para encontrar una solución al asunto de las reparaciones y las deudas aliadas y también con la mente puesto en medidas que pudiesen evitar la repetición de un colapso financiero como el de la primavera de 1931. Alemania deseaba la cancelación definitiva de las indemnizaciones que se le impusieron en el Tratado de Versailles, al tiempo que el Gran Bretaña, Francia y el resto de los aliados reclamaban de Estados Unidos la cancelación de sus deudas. Como las cicatrices de la guerra del 14 no habían sanado todavía y las disidencias políticas permanecían a flor de piel fue imposible alcanzar un compromiso. La administración del presidente Hoover accedió a extender la moratoria sobre las deudas que había declarado en junio de 1931, pero nada más y tampoco los aliados europeos se avinieron a eliminar las reparaciones sino tan sólo a conceder una rebaja de su cuantía.

A Lausanne le siguió la Conferencia Internacional Económica y Monetaria de Londres, que reunió a representantes de 66 países con la tarea de coordinar medidas de política económica para salvar al mundo de la Gran Depresión. La necesidad de la cooperación internacional para salir de la depresión era compartida por la mayoría de los participantes. En mayo, John Maynard Keynes había publicado un incisivo opúsculo, "The means to prosperity" (El camino hacia la prosperidad) señalando que la recuperación pasaba de manera obligada por la concertación económica. El presidente Roosevelt, que ocupaba la Casa Blanca desde marzo de 1933, pocos días antes del comienzo de la conferencia se dirigió a los jefes de los países asistentes para asegurarles que era imprescindible que todas las naciones colaborasen para restaurar con prontitud "el orden en lugar del presente caos". También le había dicho a su secretario de Estado, Cordell Hull, que hiciese todo lo posible en Londres para que se emprendiesen acciones contra la Gran Depresión: políticas monetarias y fiscales expansionistas, rebajas de aranceles, supresión de cuotas a la importación y eliminación de los controles de cambio. A Hull, un campeón del librecambismo, le acompañaban Harrison, gobernador de la Reserva Federal, Sprague, alto funcionario del Tesoro, y Warburg, un banquero de Nueva York asesor del presidente. Roosevelt, la gran esperanza demócrata, en sus apenas 100 días en la Casa Blanca había lanzado quince medidas de choque como avanzadilla de su New Deal. Una de ellas, la más espectacular, había sido la suspensión del patrón oro, el 18 de abril, y la consiguiente devaluación del dólar.

Americanos, británicos y franceses eran los que llevaron el peso de la conferencia, pero las agendas del resto de los países también repercutieron en las negociaciones. Francia se hallaba sumida en una situación desesperada, con una caída de su producto interior superior al 15 por ciento, el desplome de sus ingresos fiscales y

un paro ascendente que amenazaba la estabilidad de la III República. Para defender su economía las autoridades francesas habían decidido mantener el patrón oro con un franco fuerte. Querían también una estabilización monetaria y la condonación de las deudas derivadas de la primera guerra mundial. Los anfitriones, sin embargo, no estaban por la labor. La devaluación de la libra esterlina en 1931 les había rendido buenos frutos y había permitido al Banco de Inglaterra emprender una política monetaria expansiva y de bajos tipos de interés. Abogaban por la eliminación de las deudas de guerra, pero no querían oír la palabra "estabilización". Y coincidían con los americanos en la defensa del libre comercio y de un mundo sin restricciones al comercio mundial. Los soviéticos introdujeron cuestiones políticas y de seguridad continental, y poco les preocupaba el hundimiento del capitalismo. El gobierno nazi antepuso la resolución de los asuntos políticos pendientes y por su cuenta emprendió el camino de la autarquía. Italia defendía el patrón oro e insistía en la supresión de las deudas interaliadas. Los intereses nacionales hicieron acto de presencia y el espíritu internacionalista al que había apelado Roosevelt murió. La dificultad de alcanzar acuerdos apagó el entusiasmo de aquellos que habían pensado que Londres era la salvación. Los delegados hicieron las maletas y regresaron a sus países. En sus memorias de 1948 Hull confesó que había llegado a Londres con la mayor esperanza pero que había regresado con las manos vacías. El fracaso le costó al mundo otros siete duros años de depresión, hasta 1939.

Como consecuencia del fracaso de Londres, la división del mundo en bloques económicos y monetarios se acentuó. De un lado quedaron los países que se agarraron al patrón oro –Francia, Italia, Bélgica, Holanda-; de otro los países que siguiendo a Gran Bretaña tras la suspensión de la convertibilidad de la libra esterlina en septiembre de 1931 y que optaron por dejar en flotación sus monedas; este bloque lo integraban los países de la Commonwealth y algunos latinoamericanos como Argentina; un tercer bloque se formó en torno al dólar, y el cuarto bloque lo integraron Alemania y las naciones europeas que adoptaron un férreo sistema de control de cambios. La vinculación entre áreas fue casi nula, de tal manera que desaparecieron los mecanismos multilaterales de pagos; el comercio entró en una etapa de relaciones bilaterales, se alzaron los aranceles y se impusieron contingentes y cuotas a las importaciones; en definitiva el proteccionismo le ganó la mano al libre comercio.

Más allá del legado económico, la Gran Depresión tuvo efectos políticos y sociales devastadores. En los años treinta la democracia sufrió un embate al que a duras penas resistió; sobrevivió en algunos países, en el Reino Unido y en los Estados Unidos, pero sucumbió en la mayoría de las naciones de Europa continental y América Latina, donde los viejos sistemas liberal-parlamentarios fueron cayendo uno tras otro a los pies de nuevos regímenes autoritarios con tintes populistas. Peor aún, en Italia se consolidó el fascismo y en Alemania se produjo el ascenso del nazismo. En Rusia, donde la revolución bolchevique había triunfado en 1917 y sobrevivido a una larga y costosa guerra civil, se afianzó el comunismo, una ideología que prometía un mundo sin recesiones, con progreso continuo y con igual social. La URSS representó un verdadero desafío a la democracia y al capitalismo sumido en una crisis de la que parecía no poder salir.

Como ha escrito Juan Linz (1991), la Gran Depresión no fue la única causa que provocó la quiebra de la democracia en muchas naciones de Europa. A esto último también contribuyó el déficit de legitimidad del que adolecieron muchos estados y a complejos factores políticos y sociales que Linz ha desgranado en sus aportaciones. Pero no cabe duda que la falta de eficacia para hacer frente a los desafíos planteados tras la gran guerra coadyuvó a socavar la confianza de los electores en sus dirigentes y en las

formas de gobierno hasta entonces vigentes. Porque la democracia, recuerda Linz, no es ajena a su efectividad política y económica.

REFERENCIAS

Bernanke, Benjamin (1983): "Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression", *American Economic Review*, 73, pp. 257-276

Bernanke, Benjamin and Harold James (1991): "The gold standard, deflation and financial crises in the Great Depression: an international comparison", Glenn Hubbard (ed), *Financial markets and financial crises*. Chicago, Chicago University Press

Bierman (1998): *The causes of the 1929 Stock Market crash*. Westport, CT, Greenwood Press.

Bordo, Michael, Claudia Goldin and Eugene White, eds (1998): *The defining moment. The Great Depression and the American economy in the twentieth century*. Chicago, Chicago University Press.

Brady, N.F (1988), *Report of the Presidential task force on market mechanism*. Washington, US Government Printing Office

DeLong and Schleifer (1991), "The stock market Hubble of 1929: evidence from Closed-End Mutul Funds", *Journal of Economic History*,

Eichengreen, Barry (1992a): *The golden fetters. The gold standard and the Great Depression, 1919-1939*. New York, Oxford University Press.

Eichengreen, Barry (1992b): "The origin and nature of the Great Depression Slump revisited", *Economic History Review*, XLV, 2, pp. 213-239

Eichengreen, Barry (2004): "Viewpoint: understanding the Great Depression", *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économie*, 37, 1, pp. 1-27

Eichengreen, Barry and Peter Temin (2000): "The gold standard and the Great Depression", *Contemporary European History*, 9, 2, pp. 183-207

Fisher, Irving (1930), *The stock market crash-and afewards*. New York, Macmillan

Friedman, Milton and Anna Schwartz (1963): *A monetary history of the United States, 1867-1960*. Princeton, National Bureau of Economic Research.

Galbraith, John Kenneth (1955): *The Great Crash of 1929*. Sentry Edition.

Hamilton, J.D. (1987), "Monetary factors in the Great Depression", *Journal of Monetary Economics*, 19, 2, pp. 145-169

Hamilton, J.D. (1988), "The role of the gold standard in propagating the Great Depression", *Contemporary Policy Issues*, 6,2, 67-89

James, Harold (2001): *The end of globalization: lessons from the Great Depression*. Harvard University Press

- Kindleberger, Charles (1973): *The world in depression, 1929-1939*. Berkeley, University of California Press.
- Linz, Juan J. (1991): "La crisis de las democracias", Mercedes Cabrera, Santos Juliá y Pablo Martín-Aceña (eds): *Europa en crisis, 1919-1939*. Madrid, Fundación Pablo Iglesias.
- Marichal, Carlos (2010): *Nueva historia de las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1987-2008*. Barcelona, Debate
- McGrattan, E.R. and E.C. Preston (2003), "The 1929 stock market: Irving Fisher was right", *Federal Reserva Bank of Minneapolis. Staff Papers*, 294
- Mishkin, Frederic S. (1978): "The household balance sheet and the Great Depression", *Journal of Economic History*, XXXVII, pp. 918-937
- Rappoport, and Eugene White (1993), "Was there a Hubble in the 1929 stock market"? *Journal of Economic History*, 53, , pp.549-574
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2009): *This time is different. Eight centuries of financial folly*. Princeton: Princeton University Press
- Romer, Christina (1990): "The great crash and the onset of the Great Depression", *The Quarterly Journal of Economics*, 105, 3.
- Samuelson, Paul (1979), "Myths and realities about the crash and the depression", *Journal of Portfolio Management*, 6, pp. 7-10
- Schwartz, Anna (1981), "Understanding 1929-1933", *Money in Historical Perspectives*, The University of Chicago Press.
- Sirkin, Gerald (1975), "The stock market of 1929 revisited: a note", *Business History Review*, XLIX, 2, pp. 223-231
- Sobel, Robert (1965): *The Big Board. A history of the New York StockMarket*. New York, Free Press
- Temin, Peter (1976): *Did monetary forces cause the Great Depression?* New York, Norton
- Temin, Peter (1989): *Lessons from the Great Depression*. Massachusetts Institute of Technology
- *Temin, Peter (1991): "La Gran Depresión en Europa", Mercedes Cabrera, Santos Juliá y Pablo Martín-Aceña (eds): *Europa en crisis, 1919-1939*. Madrid, Fundación Pablo Iglesias.
- Torrero Mañas, Antonio (2006), *Crisis financieras. Enseñanza de cinco episodios*. Madrid, Marcial Pons

Wigmore, Barry A (1985): *The crash and its aftermath. A history of securities markets in the United States, 1929-1933*. Westport, CT, Greenwood Press.

White, Eugene (1990): "The stock market boom and crash of 1929 revisited", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, 2, pp. 67-83

APÉNDICE. EL NEW DEAL, 1933-1939: LEYES Y AGENCIAS

Leyes	Agencias	Area de aplicación
Hawley-Smoot Tariff Bill (1930) National Industry Recovery Act (1933)	National Recovery Administration (NIRA)	Proteccionismo industrial y commercial; lucha contra el desempleo; regulación de la industria
Emergency Relief Appropriation Act (1935)	Civil Works Administration (CWA) Public Work Administration (PWA) National Youth Administration (NYA) Rural Electrification Administration (REA) Tennessee Valley Authority	Inversión en obras públicas; inversión en infraestructuras; lucha contra el desempleo; intervención indirecta en el mercado de trabajo
Federal Emergency Relief Administration (1933) National Labor Relations Act (Wagner Act-1935) Fair Labor Standard Act (1938)	Federal Emergency Relief Administration (FERA) National Labor Relations Board (NLRB)	Creación del seguro de desempleo; regulación de la negociación colectiva y libertad para la creación de sindicatos; establecimiento de la jornada laboral máxima y del salario mínimo
Social Security Act (1935)	Social Security Board Federal Home Mortgage Association (luego Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)	Creación de un sistema de seguridad social; regulación de pensiones; ayuda a los trabajadores discapacitados; subvenciones hipotecarias a familias con bajos ingresos
Soil Conservation and Domestic Allotment Act (1936) Agricultural Adjustment Act (1938)	Commodity Credit Corporation (CCC) Agricultural Adjustment Administration (AAA)	Estímulos al sector arario; garantía de precios agrarios mínimos; ayudas directas a los agricultores
Emergency Banking Act (1933) Glass-Steagall Act (1933) Securities Exchange Act (1934) Banking Act (1935)	Securities and Exchange Commission (SEC) Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) Reconstruction Finance Corporation	Regulación del sistema financiero; creación de agencias supervisoras; separación de banca comercial y de inversión; seguro de depósitos bancarios

Fuente: Marichal (2010)

PMA