
LECCIONES DE LA GRAN DEPRESIÓN PARA LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA EN 2009

*Christina D. Romer**

En los últimos meses he pronunciado repetidamente la frase “peor desde la Gran Depresión”: la peor pérdida de empleo durante doce meses desde la Gran Depresión; la peor crisis financiera desde la Gran Depresión; el peor aumento de ejecuciones hipotecarias desde la Gran Depresión. Una de las cosas que estudié en una época anterior, como historiadora económica en Berkeley, fue la Gran Depresión. Pensé que sería útil reflexionar sobre ese episodio y sobre las lecciones que ofrece a quienes hoy diseñan medidas de política. En particular, ¿qué podemos aprender de los años treinta que nos ayude a poner fin a la peor recesión desde la Gran Depresión?

Para empezar, permítanme señalar que aunque la recesión actual es indudablemente grave, palidece en comparación con la que experimentaron nuestros padres y abuelos en los años treinta. El informe de empleo del viernes pasado mostró que el desempleo en Estados Unidos llegó al 8,1%, una cifra terrible que significa una tragedia devastadora para millones de familias. Pero, en su peor momento, el desempleo de los años treinta llegó casi al 25%¹. Y ese 25% de trabajadores dolorosamente carecía de las redes de seguridad social que hoy ayudan a las familias a mantener al menos los medios de vida esenciales durante el desempleo. Asimismo, después de la revisión de las estadísticas del PIB del mes pasado, sabemos que el PIB real ha

* Doctora en Economía del MIT, miembro del Consejo de Asesores Económicos del Presidente Barack Obama, fue profesora asistente de la Universidad de Princeton y profesora de la Universidad de California en Berkeley, Berkeley, USA, [cromer@econ.berkeley.edu]. Hizo esta presentación en la Brookings Institution el 9 de marzo de 2009. Texto original en inglés, traducción de Alberto Supelano.

¹ Los datos de desempleo de los años treinta figuran en Government Printing Office (1975, parte 1, serie D86, 135).

caído casi el 2% con respecto al pico. Pero entre el pico de 1929 y la sima de la Gran Depresión en 1933, el PIB real cayó más del 25%².

No hago estas comparaciones para minimizar la aflicción que hoy experimenta la economía de Estados Unidos, sino para ofrecer un punto de referencia esencial. Quizá sea la historiadora y la hija que hay en mí la que crea importante rendir tributo a la generación anterior que padeció y superó unas condiciones realmente terribles. Y es la nueva diseñadora de medidas de política que hay en mí la que quiere dejar bien claro que estamos haciendo todo lo que podemos para que la palabra “gran” nunca se aplique a la recesión actual.

Aunque la que estamos sufriendo es menos aguda que la Gran Depresión, hay paralelos que la convierten en un punto de referencia práctico y en fuente de aprendizaje para las respuestas de política actuales. Es obvio que, igual que en la Gran Depresión, la causa fundamental de la recesión actual es la caída de los precios de los activos y la situación de quiebra, o cercana a la quiebra, de las instituciones financieras. En 1929, el derrumbe y la extrema volatilidad de los precios de las acciones llevaron a que los consumidores y las firmas dejaran de gastar (Romer, 1990). En el episodio reciente, el derrumbe de los precios de la vivienda y de los precios de las acciones ha reducido la riqueza y debilitado la confianza, y ha llevado a fuertes aumentos de la tasa de ahorro cuando los consumidores se sienten agobiados por la gran reducción de la riqueza y su carácter aún más incierto.

En los años treinta, el colapso de la producción y de la riqueza llevó a la bancarrota y a la desaparición de casi la mitad de las instituciones financieras estadounidenses³. Esto, a su vez, tuvo dos consecuencias devastadoras: un colapso de la oferta monetaria, como destacaron Milton Friedman y Anna Schwartz (1963), y un colapso de los préstamos, como subrayó Ben Bernanke (1983). En el episodio actual, las innovaciones modernas, como los derivados, generaron una relación directa entre precios de los activos y agudas tensiones en las instituciones financieras. Además de caer, el crédito se agotó, y recordamos cuán esencial es para el funcionamiento efectivo de las empresas y familias estadounidenses.

Otro paralelo es la amplitud mundial de la recesión. Una característica de la Gran Depresión fue que prácticamente todos los países industrializados sufrieron una aguda contracción de la producción y un terrible aumento del desempleo (Romer, 1993). En este año que pasó,

² Los datos del PIB real son del Bureau of Economic Analysis, [<http://www.bea.gov/national/nipaweb/SelectTable.asp?Selected=Y, Table 1.1.3>].

³ Los datos del número de bancos son de la Board of Governors of the Federal Reserve System (1943, tabla 1).

había la esperanza de que la recesión fuera ante todo una experiencia estadounidense, y de que la demanda mundial siguiera siendo elevada y quizá nos ayudara a salir del apuro. Pero en los últimos meses hemos visto que esta esperanza era falsa. Cuando las estadísticas llegaron en masa, entendimos que Europa, Asia y muchas otras regiones enfrentan descensos tan grandes si no mayores que el nuestro. En realidad, en vez de que la demanda mundial ayude a mantenernos, la caída de la demanda de Estados Unidos ha tenido un efecto devastador sobre economías exportadoras como Taiwán, China y Corea del Sur.

La similitud de causas entre la Gran Depresión y la recesión actual significa que el Presidente Obama inicia su presidencia y su impulso a la recuperación con muchos retos similares a los que Franklin Roosevelt enfrentó en 1933. Nuestros consumidores y nuestras empresas no tienen ánimo para gastar o invertir; nuestras instituciones financieras sufren graves tensiones y son reacias a dar crédito; las tasas de interés de corto plazo son iguales a cero, lo que deja poco espacio a la política monetaria convencional; y la demanda mundial da pocas esperanzas para reanimar la economía. Sin embargo, Estados Unidos se recuperó de la Gran Depresión. ¿Qué lecciones pueden aprender de ese episodio los actuales diseñadores de políticas para lograr que la recuperación sea hoy más rápida y firme?

Una lección crucial de los años treinta es que una expansión fiscal pequeña sólo tiene efectos pequeños. En 1992 escribí un artículo en el que dije que la política fiscal no fue el motor clave de la recuperación de la Depresión (Romer, 1992). A partir de ese escrito, algunos han concluido que no creo que la política fiscal hoy funcione o hubiese funcionado en los años treinta. Nada más lejos de la verdad. Mi argumento parangonaba la famosa conclusión de Cary Brown: en la Gran Depresión la política fiscal fracasó en lograr la recuperación “no porque no funcionara sino porque no se la utilizó” (Brown, 1956).

El hecho clave es que así las acciones fiscales de Roosevelt fueran una ruptura audaz con el pasado, fueron no obstante pequeñas en relación con la magnitud del problema. Cuando Roosevelt ascendió al cargo en 1933, el PIB real era más del 30% inferior a su nivel de tendencia normal. (En comparación, hoy se calcula que nuestra economía está entre un 5% y un 10% por debajo de la tendencia)⁴. El gasto

⁴ La cifra de 2009 es una extrapolación para el trimestre actual basada en estimaciones del producto potencial de la Congressional Budget Office [http://www.cbo.gov/ftpdocs/99xx/doc9957/Background_Table2-2_090107.xls]. La estimación de 1933 se basa en el hecho de que la economía no parece haber estado muy por encima de la tendencia en 1929 y que el PIB real cayó un 25% entre 1929

de emergencia que hizo Roosevelt fue una ruptura sin precedentes; los presupuestos balanceados eran la norma hasta ese momento. Pero fue demasiado pequeño. El déficit aumentó cerca del 1½% del PIB en 1934⁵. Una razón para que el aumento no fuera mayor fue la aprobación, a finales de la administración Hoover, de una fuerte alza de impuestos. Otro hecho clave es que la expansión fiscal no fue sostenida. En el año fiscal de 1935 el déficit disminuyó casi en la misma cantidad en que se elevó en 1934. Roosevelt también sufrió el mismo comportamiento procíclico de las medidas fiscales estatales y locales que enfrenta el Presidente Obama. Debido a los requerimientos de un presupuesto balanceado, los gobiernos estatales y locales se ven forzados a recortar los gastos y a elevar las tasas de impuestos cuando la actividad económica decae y los ingresos tributarios disminuyen. Al mismo momento que Roosevelt incurría en déficit federales sin precedentes, los gobiernos estatales y locales pasaron de tener déficit a imponer el orden fiscal en casa⁶. El resultado fue que la expansión fiscal total en los años treinta fue en realidad muy pequeña. En consecuencia, sólo podía tener un leve impacto directo sobre el estado de la economía.

Esta es una lección que el gobierno se ha tomado a pecho. La Ley de Recuperación y Reinversión, aprobada menos de treinta días después de la posesión, es la acción fiscal contracíclica más grande y más audaz de la historia. El estímulo fiscal de cerca de 800 mil millones de dólares se divide casi en partes iguales entre recortes de impuestos, gastos de inversión directa del gobierno y ayuda a los Estados y a las personas perjudicadas directamente por la recesión. El estímulo fiscal es cercano al 3% del PIB en cada uno de los dos años siguientes. Y, como mencioné, buena parte consiste en alivios fiscales a los gobiernos de los Estados, para que no tengan que balancear sus presupuestos únicamente con el aumento de impuestos y el recorte del empleo de enfermeras, maestros y personal de primera respuesta. Esperamos que esta expansión fiscal sea sumamente importante para contrarrestar la terrible pérdida de empleos que muestran las cifras

y 1933. El crecimiento normal habría añadido al menos un 10% al PIB en ese período.

⁵ Las cifras del déficit figuran en Government Printing Office (1975, parte 2, serie Y337, 1194). Las del PIB nominal son del Bureau of Economic Analysis [<http://www.bea.gov/national/nipaweb/SelectTable.asp?Selected=Y,Table1.1.5>]. Para estimar los valores del año fiscal promedié las cifras del año calendario.

⁶ Los datos de la situación fiscal estatal y local son del Bureau of Economic Analysis [<http://www.bea.gov/national/nipaweb/SelectTable.asp?Selected=Y,Table3.3>].

del viernes pasado, que hoy llega a 4,4 millones desde que la recesión comenzó hace catorce meses.

Aunque los efectos directos del estímulo fiscal fueron pequeños en la Gran Depresión, pienso que hay que reconocer que puede haber tenido un efecto indirecto. El simple acto de Roosevelt de hacer algo debió de ser un gran alivio para un país que hacía más de tres años sufría de depresión. El hecho de que un presidente afrontara el reto y dijera al país que atacaría la Depresión con el mismo fervor y la misma fuerza con que atacaría a un invasor militar seguramente redujo la incertidumbre y calmó los temores. Además, la firma de programas, como la Works Progress Administration, que contrataron directamente a millones de trabajadores sin duda contribuyó a un sentido de progreso y gobierno. De modo que las acciones de Roosevelt pueden haber sido más benéficas de lo que sugieren los estimativos usuales de política fiscal. Si las acciones que el Presidente Obama está tomando en la recesión actual generan efectos de confianza similares, también pueden ser más efectivas de lo que llevan a pensar las estimaciones basadas en los multiplicadores convencionales.

Una segunda lección clave de los años treinta es que la expansión monetaria puede ayudar a sanear una economía aunque las tasas de interés sean cercanas a cero. En el mismo escrito donde dije que la política fiscal no fue clave en la recuperación de la Gran Depresión, sostuve la opinión de que la expansión monetaria fue de mucha utilidad. Pero la expansión monetaria tomó una forma sorprendente: fue esencialmente una política de expansión cuantitativa dirigida por la Tesorería (Romer, 1990).

Estados Unidos estaba bajo el patrón oro durante la Depresión. Parte de la explicación de por qué la Reserva Federal hizo tan poco para contrarrestar el pánico financiero y la recesión económica fue que luchaba para defender el patrón oro y mantener la tasa de cambio fija prevaleciente⁷. En abril de 1933, Roosevelt suspendió temporalmente la convertibilidad en oro y dejó que el dólar se depreciara sustancialmente. Cuando retornamos al oro y al nuevo precio más alto, fluyeron grandes cantidades de oro del extranjero hacia la Tesorería. Estos ingresos de oro continuaron, por un accidente afortunado, en la segunda mitad de los años treinta, cuando las tensiones políticas se agravaron en Europa y los inversionistas buscaron la seguridad de los activos estadounidenses.

⁷ Para una historia general del papel del patrón oro en la Gran Depresión, ver Eichengreen (1992).

Bajo el patrón oro, la Tesorería podía aumentar la oferta monetaria sin recurrir a la Reserva Federal. Estaba permitido emitir certificados de oro, intercambiables por títulos de la Reserva Federal, con base en el oro que mantuviera. Cuando ingresaba oro, la Tesorería emitía más títulos. El resultado fue que la oferta monetaria, definida estrechamente como dinero en circulación y reservas, aumentó en cerca del 17% anual entre 1933 y 1936⁸.

Esta expansión monetaria no podía reducir las tasas nominales de interés porque ya eran casi iguales a cero. Lo que podía hacer era quebrar las expectativas de deflación. Los precios habían caído un 25% entre 1929 y 1933⁹. En toda la economía, la gente esperaba que la deflación continuara. En consecuencia, el costo real de endeudarse e invertir era excesivamente alto. Los consumidores y las empresas deseaban mantener todo el efectivo que tenían porque esperaban que su poder de compra real aumentara cuando los precios disminuyeran. La devaluación seguida de una rápida expansión monetaria rompió la espiral deflacionaria. Las expectativas de una rápida deflación fueron sustituidas por expectativas de estabilidad de precios o incluso de alguna inflación. Esta modificación de las expectativas llevó a que las tasas de interés reales disminuyeran drásticamente (Romer, 1992).

La reducción del costo real de endeudarse e invertir parece haber tenido un impacto benéfico sobre el comportamiento de los consumidores y las firmas. Lo primero que cambió fue el gasto sensible al interés. Por ejemplo, las ventas de automóviles se dispararon en el verano de 1933. Una señal de que las menores tasas reales de interés fueron cruciales es que la inversión fija real y el gasto en consumo de bienes durables se elevó drásticamente entre 1933 y 1934, mientras que el gasto en servicios apenas avanzó (Temin y Wigmore, 1990).

Cuando pienso en las lecciones de la Gran Depresión para el día de hoy, quiero ser muy cuidadosa. Una regla básica de mi empleo actual es que no comento la política de la Reserva Federal. Permítanme entonces ser muy clara: no defiendo el retorno al patrón oro para que podamos abandonarlo de nuevo, ni que Tim Geithner empiece a ejecutar una política monetaria trapacera. Pero la experiencia de los años treinta sugiere que la política monetaria puede seguir cumpliendo un papel importante, aunque las tasas de interés sean bajas, afectando las expectativas y, en particular, evitando las expectativas de deflación.

⁸ Friedman y Schwartz (1963, tabla A-1, columna 1 y tabla A-2, columna 3). La tasa de crecimiento se refiere al período diciembre de 1933 a diciembre de 1936.

⁹ Los datos del índice de precios del PIB son del Bureau of Economic Analysis [<http://www.bea.gov/national/nipaweb/SelectTable.asp?Selected=Y,Table 1.1.4>].

Esta discusión de la política fiscal y monetaria de los años treinta me lleva a una tercera lección de la Gran Depresión: abstenerse de reducir los estímulos antes de tiempo. Como acabo de describir, la política monetaria fue muy expansionista a mediados de los años treinta. La política fiscal, aunque menos expansionista, también ayudó. Por cierto, en 1936 fue inadvertidamente estimulante. Debido ante todo a presiones políticas, el Congreso pasó por alto el veto de Roosevelt y dio una gran bonificación a los veteranos de la Primera Guerra Mundial. Esto causó otro aumento, por una sola vez, del déficit de más del 1½% del PIB.

Y la economía respondió. El crecimiento fue muy rápido a mediados de los años treinta. El PIB real aumentó el 11% en 1934, el 9% en 1935 y el 13% en 1936. Debido a que la economía había empezado a un nivel tan bajo, incluso estas tasas de crecimiento no fueron suficientes para que retornara a la normalidad. La producción industrial finalmente superó el pico de julio de 1929 en diciembre de 1936, pero aún estaba muy por debajo del nivel que predecía la tendencia previa a la Depresión¹⁰. El desempleo había caído en cerca de 10 puntos porcentuales, pero todavía era superior al 15%. La economía estaba en el camino de la recuperación, pero aún era precaria y todavía no se había llegado al punto donde la demanda privada estaba pronta a soportar la carga de generar crecimiento.

En este ambiente frágil, la política fiscal se tornó agudamente contraccionista. La bonificación de los veteranos se acabó, y en 1937 se recaudaron por vez primera los impuestos de la seguridad social. El resultado fue una reducción del déficit de casi un 2½% del PIB.

La política monetaria también se volvió inadvertidamente contraccionista. La Reserva Federal empezó a preocuparse cada vez más por la inflación en 1936. También estaba preocupada porque, debido a que los bancos mantenían grandes cantidades de excesos de reservas, las operaciones de mercado abierto sólo llevaran a que sustituyeran los excesos de reservas por bonos del gobierno y no tuvieran impacto sobre el crédito. En un esfuerzo para alcanzar una posición desde la que pudiera imponer políticas restrictivas, si fuese necesario, la Reserva Federal duplicó los requerimientos de reservas, en tres pasos, entre 1936 y 1937. Infortunadamente, los bancos, debilitados por las corridas bancarias de algunos años antes, se vieron a gatas para construir reservas superiores a los nuevos y más altos niveles requeridos. En consecuencia, las tasas de interés se elevaron y los préstamos se desplomaron¹¹.

¹⁰ Los datos de la producción industrial son de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal [http://www.federalreserve.gov/releases/g17/iphist/iphist_sa.txt].

¹¹ Los datos de las tasas de interés figuran en Board of Governors of the

Los resultados del doble golpe fiscal y monetario en ese ambiente precario fueron desastrosos. El PIB sólo aumentó el 5% en 1937 y luego cayó en un 3% en 1938; el desempleo aumentó dramáticamente y llegó al 19% en 1938. Los diseñadores de política dieron marcha atrás y la recuperación se reanudó, pero el giro erróneo de 1937 añadió dos años a la Depresión.

El episodio de 1937 es una historia aleccionadora importante para los formuladores de política de hoy en día. En algún punto, la recuperación cobrará vida por sí misma, cuando el aumento del producto genere aumentos de la inversión y de la demanda de inventarios a través de los efectos aceleradores, y la confianza y el optimismo reemplacen la cautela y el pesimismo. Pero será necesario vigilar de cerca la economía para estar seguros de que el sector privado esté fuera del agua antes de que el gobierno corte la cuerda del salvavidas¹².

La cuarta lección que podemos sacar de la recuperación de los años treinta es que la recuperación financiera y la recuperación real van juntas. Cuando Roosevelt asumió el cargo, sus acciones inmediatas se orientaron principalmente a estabilizar un sistema financiero que se había derrumbado. Dos días después de su posesión declaró un cese bancario nacional que cerró todos los bancos del país durante una semana, mientras se revisaban los libros. Esta versión de la “prueba ácida”, propia de esa época, llevó al cierre permanente de más del 10% de los bancos de la nación, pero mejoró la confianza en los que se mantuvieron¹³. Como ya señalé, Roosevelt suspendió temporalmente el patrón oro, antes de que el oro retornara a un valor más bajo en dólares, lo que sentó el camino para los incrementos de la oferta monetaria. En junio de 1933, el Congreso aprobó la legislación que estableció el seguro de depósitos bancarios, a través de la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC), y la ayuda a los propietarios de vivienda, a través de la Corporación de Préstamos a los Propietarios de Vivienda (HOLC)¹⁴. La rehabilitación real de las instituciones financieras obviamente tomó mucho más tiempo. De hecho, gran parte de la ardua tarea de recapitalizar a los bancos y ayudar a los propietarios de vivienda y a los agricultores en zozobra se realizó entre 1934 y 1935.

Federal Reserve System (1943, tabla 120); los datos de los préstamos son de la misma fuente, tabla 2.

¹² Por supuesto, cada episodio es diferente, y la Reserva Federal llegará a su gestión independiente de la política monetaria.

¹³ Para mayor información sobre el cese bancario de 1933, ver Friedman y Schwartz (1963, 328 y 421-428).

¹⁴ Para una buena descripción de las diversas medidas financieras de estabilización que adoptó Roosevelt, ver Chandler (1970, cap. 9).

No obstante, las acciones inmediatas para estabilizar el sistema financiero tuvieron palpables efectos de corto plazo en los mercados financieros. Los precios reales de las acciones aumentaron más del 40% entre marzo y mayo de 1933, los precios de los bienes básicos se dispararon y los márgenes de tasas de interés se redujeron¹⁵. Y las acciones seguramente contribuyeron al rápido crecimiento de la economía después de 1933, cuando la riqueza aumentó, la confianza mejoró, y las quiebras bancarias y las ejecuciones hipotecarias disminuyeron.

Pero la recuperación financiera sólo tuvo un asidero sólido después de que la recuperación real quedó bien establecida. En marzo de 1935 los precios reales de las acciones eran más del 10% inferiores a los de mayo de 1933, el crédito bancario siguió disminuyendo hasta mediados de 1935, y los precios reales de la vivienda sólo aumentaron un 7% entre 1933 y 1935¹⁶. El fortalecimiento de la economía real mejoró la salud del sistema financiero. Los bancos pasaron de tener grandes pérdidas en 1933 a tener grandes ganancias en 1935, y siguieron siendo altas hasta finales de la Depresión, de modo que los cierres de bancos fueron mínimos después de 1933. Los precios reales de las acciones aumentaron robustamente. Las quiebras de empresas y las ejecuciones hipotecarias cayeron drásticamente y casi sin interrupción después de 1932¹⁷. Y este ciclo virtuoso continuó cuando la recuperación financiera redujo aún más los márgenes de las tasas de interés y aumentó la disposición de los bancos a otorgar préstamos¹⁸.

Esta lección también ocupa un lugar destacado en la mente de quienes diseñan las políticas hoy en día. Desde los inicios, el Gobierno ha intentado diseñar un programa integral de recuperación. El Plan de Estabilización Financiera, que incluye la evaluación de las necesidades de capital de las instituciones financieras y programas cruciales

¹⁵ Los datos de los precios de las acciones son de Robert Shiller [<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>]. En Temin y Wigmore (1990) se describe el comportamiento de los precios de los bienes básicos y de los márgenes de la tasa de interés en 1933.

¹⁶ Los datos de crédito bancario figuran en Board of Governors of the Federal Reserve System (1943, tabla 2); los datos de los precios de la vivienda son de Robert Shiller [<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>].

¹⁷ Los datos de suspensiones y ganancias de los bancos son de Board of Governors of the Federal Reserve System (1943, sección 7 y tabla 56, columna 5, respectivamente). Los datos de las quiebras de empresas figuran en Government Printing Office (1975, parte 2, serie V27, 912); los de ejecuciones hipotecarias figuran en la parte 2, serie N301, p. 651.

¹⁸ Los datos de los rendimientos de los bonos de Estados Unidos y de las corporaciones están disponibles en Board of Governors of the Federal Reserve System (1943, tabla 128).

para aumentar directamente el crédito, es esencial para lograr que el sistema financiero vuelva a trabajar para la industria y las familias estadounidenses. Junto con el plan de vivienda del gobierno, estas medidas financieras de rescate deberían hacer posibles los préstamos y la estabilidad que se requieren para el crecimiento económico. El paquete de estímulo fiscal fue diseñado para crear empleos rápidamente. Así, debe disminuir el incumplimiento de los pagos y mejorar los balances, de modo que nuestro sistema financiero pueda seguir fortaleciéndose.

La quinta lección de la Gran Depresión es que la política expansionista mundial comparte las cargas y los beneficios de la recuperación. La investigación de Barry Eichengreen y Jeffrey Sachs (1985) muestra que el retiro del patrón oro y el aumento de la oferta monetaria doméstica fueron clave para la recuperación y el crecimiento en un gran número de países en los años treinta. Es importante señalar que estas acciones redujeron las tasas mundiales de interés y beneficiaron a otros países, en vez de desviar la expansión de un país a otro.

Las implicaciones para hoy en día son obvias. Cuantos más países puedan pasar a la expansión monetaria y fiscal, mejor estaremos todos. A este respecto, la enérgica acción fiscal de China y la reducción de las tasas de interés en Europa y en el Reino Unido anunciadas la semana pasada fueron bien acogidas. Sientan el camino para poner fin en todo el mundo a esta recesión mundial.

La lección final que quiero sacar de los años treinta es quizá la más importante. Una característica clave de la Gran Depresión es que eventualmente terminó. A pesar de la devastadora pérdida de riqueza, el caos de nuestros mercados financieros y una pérdida de confianza tan grande que casi destruyó la fe fundamental de los estadounidenses en el capitalismo, la economía revivió. De hecho, entre 1933 y 1937 el crecimiento fue el más alto que jamás hayamos tenido fuera de los tiempos de guerra. Si Estados Unidos no hubiera sufrido el terrible tropiezo inducido por la política en 1937, quizá se habría recuperado totalmente antes del estallido de la Segunda Guerra Mundial, igual que la mayoría de los demás países.

Este hecho debería darnos esperanzas. Empezamos desde una posición mucho más sólida que la de nuestros padres y abuelos en 1933. Y la respuesta de política ha sido acelerada, audaz y bien concebida. Si seguimos prestando atención a las lecciones de la Gran Depresión

hay muchas razones para creer que superaremos esta prueba y que saldremos al otro lado aún más fuertes que antes.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Bernanke, B. S. "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *American Economic Review* 73, 1983, pp. 257-276.
2. Board of Governors of the Federal Reserve System. *Banking and Monetary Statistics*, Washington, 1943.
3. Brown, E. C. "Fiscal Policy in the 'Thirties: A Reappraisal", *American Economic Review* 46, 5, 1956, pp. 857-879.
4. Chandler, L. V. *America's Greatest Depression, 1929-1941*, New York, Harper & Row, 1970.
5. Eichengreen, B. *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, New York, Oxford University Press, 1992.
6. Eichengreen, B. y J. Sachs. "Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s", *Journal of Economic History* 45, 1985, pp. 925-946.
7. Friedman, M. y A. J. Schwartz. *A Monetary History of the United States: 1867-1960*, Princeton, Princeton University Press, 1963.
8. Government Printing Office. *Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1970*, Washington, 1975.
9. Peter, T. y B. A. Wigmore. "The End of One Big Deflation", *Explorations in Economic History* 27, 1990, pp. 483-502.
10. Romer, Ch. D. "The Great Crash and the Onset of the Great Depression", *Quarterly Journal of Economics* 105, 1990, pp. 597-624.
11. Romer, Ch. D. "What Ended the Great Depression?", *Journal of Economic History* 52, 1992, pp. 757-784.
12. Romer, Ch. D. "The Nation in Depression", *Journal of Economic Perspectives* 7, 1993, pp. 19-39.