

---

# CAUSAS DE LA RECESIÓN DE 1937\*

---

Lauchlin Currie  
Traducción: Mario García

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

## Resumen

**Currie, Lauchlin, "Causas de la recesión de 1937", Cuadernos de Economía, Vol.XIII, Números 18-19, Bogotá, 1993, pp. 77-100.**

*La mayor parte de los logros obtenidos durante el proceso de recuperación que se inició a partir de 1934 se perdió hacia fines de 1937. Las causas principales de la recesión fueron, a juzgar por los datos que el autor tenía entonces a su disposición, la especulación en inventarios y la caída en la contribución neta del Gobierno. Esta última, que había sido la fuente de la recuperación, cayó por primera vez en un momento en que los empresarios, ante la posibilidad de encontrarse con diversos cuellos de botella, anticiparon sus pedidos y aumentaron los precios. La confluencia de un nivel excesivo de inventarios y la disminución en las ventas provocaron el derrumbe de la producción y de la actividad económica en general. Otras explicaciones de la recesión, propuestas por diversos autores, carecen, según este enfoque, de importancia causal.*

## Abstract

**Currie, Lauchlin, "Causes of the 1937 Recession", Cuadernos de Economía, Vol. XIII, Numbers 18-19, Bogota, 1993, pp. 77-100.**

*Most of the achievements gained during the period of recovery that began in 1934 were lost towards the end of 1937. The principal causes of the recession were, to judge from the data the author then had available, speculation in inventories and a fall in government spending. The latter, which had been the source of the recovery, fell for the first time at a moment in which entrepreneurs, faced with the possibility of diverse bottlenecks, had anticipated their orders and raised prices. The simultaneous occurrence of an excessive level of inventories and the decrease in sales led to the collapse of production and of economic activity in general. Other explanations for the recession proposed by different authors lack causal importance according to this analysis.*

En el último trimestre de 1937 se presentó un serio obstáculo al objetivo nacional de lograr el máximo empleo posible de nuestros recursos humanos y físicos en condiciones de estabilidad. Hasta ese momento se habían logrado importantes progresos. En los primeros nueve meses de 1937 el índice de producción alcanzó un promedio de 116 en comparación con 64 para el año 1932 y 121 para los nueve meses iniciales de 1929. El ingreso nacional probablemente estaba creciendo anualmente unos U.S. \$71 billones o U.S. \$72 billones durante el período aludido de 1937, contrastables con U.S. \$40 billones para 1932, cuando el nivel de precios era más bajo, y con U.S. \$81 billones para 1929, cuando fue más alto. Suponiendo que 3 millones constituyan el nivel de "desempleo normal" —el mínimo más o menos irreductible nivel de desempleo compatible con condiciones de estabilidad general—, todavía faltaban por emplear, en el verano de 1937, unos 4 millones de personas, es decir, un 9% del total de la fuerza laboral.

La mayor parte de estas realizaciones se esfumó en unos pocos meses a fines de 1937. Después de haber tenido nuestro objetivo casi al alcance de la mano, retrocedimos a los niveles de producción de 1934 y las perspectivas de una rápida recuperación no son alentadoras.

En estas circunstancias, es urgente hacer un cuidadoso examen de nuestra reciente experiencia para intentar la determinación de las causas básicas de la caída. Sólo mediante un diagnóstico apropiado podemos evitar que se repitan los errores del pasado. Esto es par-

ticularmente importante en la coyuntura actual, dada la amplia participación y la responsabilidad asumidas por el Gobierno Federal y sus agencias en el movimiento de recuperación.

## ANTECEDENTES DEL MOVIMIENTO DE RECUPERACIÓN

### Período de Transición 1933-1934

Algunas de las medidas que tomó la Administración al posesionarse tenían, como lo reconoció el Presidente<sup>1</sup>, un efecto deflacionario. Tales medidas comprendían el congelamiento de miles de millones de dólares en depósitos en bancos clausurados, así como una reducción en el pago y, por lo tanto, en el poder de compra de los empleados gubernamentales. Aparentemente, la Administración creía que, para compensar tal efecto deflacionario, se requería de acciones, tanto en la esfera monetaria como en el estímulo directo al poder de compra de los consumidores. Por ésta y, sin lugar a dudas, por otras razones, se embargó el oro y se aprobó la Ley de Recuperación Nacional, que incluía a los trabajos públicos. Se desencadenó entonces un agudo crecimiento de los inventarios basado en mayores precios y en costos anticipados. Esto resultó en un rápido colapso. La Administración de Trabajos Civiles fue rápidamente establecida como un mecanismo de emergencia para mejorar el empleo y el poder de compra, y fue seguida, en 1934, por la Administración Federal de Emergencia y Ayuda. En enero del mismo año, luego del breve interludio de la política de compras de oro, el precio del metal se estabilizó en un nivel que propició, durante los siguientes tres años, un balance aproximado de nuestros pagos internacionales en cuentas diferentes a la de capital.

### Período de progreso sostenido con estabilidad de precios 1934-1936

De 1934 a 1936 el factor singular de mayor incidencia en el movimiento ininterrumpido de recuperación fue el exceso de los gastos federales estimulantes de la actividad sobre los ingresos que tenían a disminuirla.

Se ha hecho el intento de medir este exceso al sumar todos los gastos federales que parecen afectar directamente la actividad comercial y

1 Véase: *New York Times*, marzo 14, 1938, p. 7.

sustraer todos los impuestos, excepto los de propiedad y donaciones. La principal debilidad de las cifras resultantes radica en el supuesto de que todos los impuestos representan una deducción del gasto corriente, ya sea sobre el consumo o sobre el capital. En la medida en que se haya dejado de gastar parte de los ahorros corrientes, se subestima la magnitud de la contribución del Gobierno a los gastos de la comunidad. El gráfico 1 muestra estimaciones de los gastos totales que crean actividad, de los ingresos que la disminuyen, y de los gastos netos que la estimulan. Véase: Gráfico 1.

Se puede apreciar que el exceso estimado de gastos que crean actividad alcanzó cerca de U.S. \$270 millones mensuales durante 1934 y 1935. Las cifras anuales llegaron a los U.S. \$3.2 billones en 1934 y U.S. \$3.1 billones de 1935, es decir al 41% y 57% de los aumentos en el ingreso nacional de cada año con respecto al anterior.

Es posible observar de diversas maneras cómo la fuerza motivante del movimiento de recuperación fue este factor. Los estudios realizados sobre tenencias en caja de varios grupos económicos, entre finales de 1933 y el término de 1935, junto con otros datos, muestran que las empresas recibieron más dinero por venta de sus productos a los consumidores finales que el que desembolsaron para la producción de bienes. El gran aumento en los depósitos financieros indicó que una porción de los pagos por intereses corrientes y dividendos no regresó a la circulación monetaria. Esta evidencia se confirma con el rezago de los gastos en bienes durables tales como casas, energía eléctrica, ferrocarriles y otros equipos y plantas industriales.

#### INGRESOS Y GASTOS FEDERALES QUE AFECTAN DIRECTAMENTE LA ACTIVIDAD

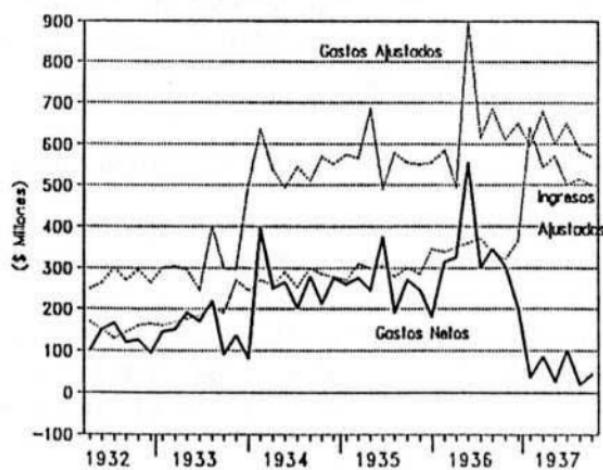


Gráfico 1

El argumento para utilizar la política fiscal como medida de recuperación descansaba en dos motivos principales. En primer término, se apoyaba en la creencia de que un volumen sustancial de nuevos gastos en capital no surtiría sus efectos hasta que el crecimiento de la demanda de los consumidores hubiera absorbido buena parte del exceso de capacidad productiva y que, en el caso de una reducción de costos, no sería rentable construir casas nuevas hasta que el crecimiento en los ingresos de los consumidores hubiera forzado un ascenso de las rentas. En segundo lugar, en ausencia de un incremento en el préstamo privado, el déficit financiero aparecía como la única forma de lograr el restablecimiento de los depósitos sujetos a control desaparecidos en la depresión.

Hacia 1936 los sucesos parecían demostrar la solidez de una política fiscal compensatoria durante una depresión severa. La cifra ajustada del volumen de todos los depósitos sujetos a control (excepto los depósitos interbancarios domésticos) había aumentado, para mediados de 1936, en más de U.S. \$10 billones con respecto a 1933 y en unos U.S. \$3 billones por encima de la cifra de 1929. El total, incluyendo el efectivo por fuera de los bancos, excedía en más de U.S. \$4 billones a la cifra combinada para 1929. Había tenido lugar también un incremento sustancial de los gastos privados en bienes durables. El Sr. Terborgh estima el total de tales gastos en cerca de U.S. \$13 billones en 1936, en contraste con U.S. \$6 billones en 1933 y U.S. \$23 billones en 1929. Finalmente, los gastos en nuevas viviendas avanzaron bastante y alcanzaron los U.S. \$1.2 billones en 1936.

Este crecimiento sustancial en la producción, el empleo y los ingresos, junto con el mejoramiento consecuente de las industrias de bienes durables, tuvo lugar bajo las condiciones relativamente estables de costos y precios que existieron desde inicios de 1934 hasta el cuarto trimestre de 1936.

#### Período especulativo o de *boom*, octubre de 1936 - marzo 1937

Las condiciones de relativa estabilidad de costos y precios, bajo las cuales se había logrado tanto progreso hasta el cuarto trimestre de 1936, se perdieron en los 5 o 6 meses que siguieron a noviembre de este último año. El índice mensual del ingreso nacional pagado aumentó a la tasa del 16% anual entre septiembre y marzo, en contraste con una tasa del 10% anual en los seis meses anteriores. El índice de precios al por mayor elaborado por la Oficina de

Estadísticas Laborales se acercó a un 7.5% entre octubre y marzo, que equivalía a una tasa anual del 18%. Tal vez aún más significativo fue el hecho de que los precios al por mayor de los bienes durables, que habían permanecido prácticamente constantes desde finales de 1933, alcanzaron un crecimiento del 10% a partir de octubre de 1936 y hasta marzo de 1937, es decir crecieron a una tasa anual del 24%. En el Gráfico 2 se presenta la evolución de los precios al por mayor de los bienes durables. Los ingresos promedio por hora en la manufactura alcanzaron el 13.3% entre octubre de 1936 y mayo de 1937. El índice de pedidos de instrumentos mecánicos pasó de 118 en septiembre de 1936 a 282 en abril de 1937.

#### PRECIOS AL POR MAYOR DE BIENES DURABLES

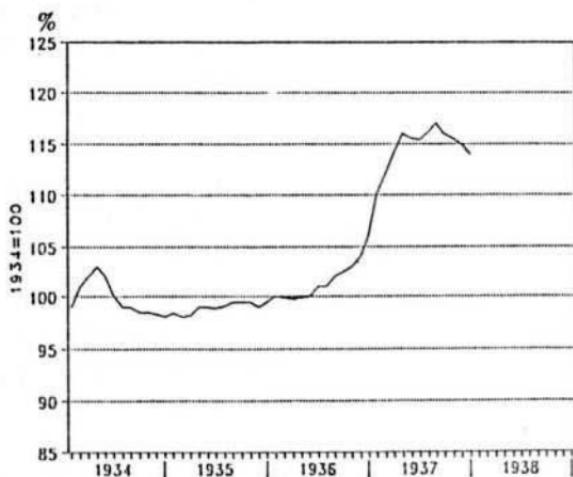


Gráfico 2

El aumento en los diversos índices de precios era sintomático de un cambio profundo en el movimiento de recuperación. A partir de un crecimiento ordenado en la producción y de las facilidades productivas que, bajo condiciones estables de costos y precios, respondían a los aumentos en la demanda de los consumidores, se desarrollaron condiciones en las cuales tanto la producción como las facilidades productivas se incrementaron ante la espera de aumentos en precios y costos. En otras palabras, entró en escena un elemento especulativo de proporciones considerables. Las compras adelantadas y el almacenamiento de inventarios en exceso sobre las necesidades corrientes fueron prácticas ampliamente utilizadas. El movimiento especulativo llegó a su fin cerca de abril de 1937.

### Período de equilibrio inestable, abril-agosto 1937

Varios de los índices de producción, ventas al detal e ingresos dieron un viraje en marzo. El índice mensual ajustado de los pagos por ingreso aumentó en solo 1.1% entre marzo y agosto. El índice ajustado de compensación a empleados alcanzó su pico en mayo. La actividad industrial como un todo cesó su expansión; el aumento en la producción de bienes durables se contrarrestó con una declinación continua en la producción de no durables. La industria en parte operaba sobre la base de órdenes pendientes desde el período anterior y los inventarios continuaron su aumento, tanto en términos absolutos como con relación a las ventas corrientes.

Un reciente estudio sobre 17.000 firmas realizado por Dun y Bradstreet indica un aumento en inventarios mucho mayor de lo que se había sospechado antes. Suponiendo que la muestra sea digna de confianza, se puede apreciar que el incremento en inventarios para manufactura y compras al por mayor y al detal alcanzó más de U.S. \$2 billones en 1936 y casi U.S. \$3 billones en 1937. Si se hacen los supuestos conservadores de que un tercio del aumento de 1936 tuvo lugar en el último trimestre del año y que la baja en el período correspondiente de 1937 fue aproximadamente igual al aumento promedio de los tres primeros trimestres, (de modo que el aumento total para estos tres primeros fuera aproximadamente un 50% mayor que el incremento total del año), llegamos a un aumento estimado de los inventarios en manufactura y ventas al por mayor y al detal de cerca de U.S. \$5 billones para el año que terminó en septiembre 30 de 1937. Esto es independiente de cualquier aumento que pueda haber ocurrido en agricultura, minería, servicios y otras industrias. El incremento estimado en los inventarios excedía al de cualquiera de los años calendario de la postguerra.

La combinación de inventarios crecientes con el retroceso de la producción y las ventas creó unas condiciones de alta inestabilidad y vulnerabilidad. En la última parte de agosto y la primera de septiembre, cuando los nuevos pedidos necesarios para mantener la producción no lograron materializarse, hubo una estampida general para reducir los inventarios con el resultado de que la actividad productiva experimentó una de las más agudas caídas que se conozcan.

## FACTORES QUE DETERMINARON LA CAÍDA

Dos sucesos, estrechamente relacionados, requieren explicación: el carácter especulativo del movimiento en el invierno de 1936-1937 y el cese generalizado en el crecimiento que ocurrió en la primavera y el verano de este último año.

Antes de aludir a los desarrollos específicos e inmediatos que contribuyeron a los aumentos de costos y precios del último trimestre de 1936, es necesario hablar a grandes rasgos del escenario en que ocurrieron. Sobresalen dos factores esenciales. En primer lugar, la recuperación había avanzado ininterrumpidamente por cerca de 3 años y gran parte del exceso en la capacidad productiva estaba siendo absorbido; los arriendos habían ascendido lo suficiente como para hacer rentable la construcción de nuevas viviendas. En octubre, las acerías estaban operando en un 78% de su capacidad, es decir, cerca de su capacidad económica, que estaría alrededor del 90%. El índice de la producción industrial casi había recuperado, en el verano de 1936, el nivel del período correspondiente de 1928. Nuestra capacidad productiva se había incrementado en mayor medida que el equipo de capital. En otras palabras, estábamos acercándonos a un punto para el cual, en muchas líneas de producción, el empleo de más personas requería de la construcción de más facilidades de planta, y esto toma su tiempo.

El segundo elemento esencial para el bosquejo del período en discusión fue la velocidad creciente de la recuperación durante 1936. El promedio de la producción industrial de ese año superó en un 17% al de 1935, en contraste con un aumento de 14% en 1935 respecto a 1934. Las ventas de los supermercados aumentaron en un 11% sobre las de 1935, frente a un 5% en 1935 por encima de la cifra de 1934. El ingreso nacional aumentó en 1936 en un 16% sobre el de 1935, frente a un incremento de 1935 sobre 1934 del 11%. De esta manera, en un momento en el cual estábamos acercándonos a la capacidad en ciertas líneas de producción importantes, la tasa de recuperación, lejos de disminuir, se aceleró.

Esto se atribuyó a varios factores. Los ingresos de los consumidores aumentaban mediante el incremento en los gastos en bienes de consumo durables, que se compraban en su mayoría a crédito; también a través del mayor gasto en bienes de capital durables, lo cual tiene el efecto de elevar los ingresos sin aumentar los bienes de consumo final; y además, mediante el mayor gasto del Gobierno con relación a los ingresos. (...) Así, en estas tres categorías, tenemos

para 1936 cerca de U.S. \$7 billones de un tipo de gasto que tiende a *aumentar* la actividad, en contraste con la cifra correspondiente de 1935, U.S. \$5 billones. Además, los gastos en inventarios probablemente aumentaron más en 1936 que en 1935. Tales gastos tenían, para el período en cuestión, el mismo efecto que los gastos en planta, ya que incrementaban el ingreso de los consumidores sin aumentar la cantidad de bienes finales en venta. Finalmente, los gastos de mantenimiento en manufactura y ferrocarriles aumentaron de modo más fuerte en 1936 que en 1935.

En contraste con estos varios incrementos en el gasto que estimulaban la actividad, se encontraba el ahorro adicional correspondiente al ingreso adicional, incluyendo en tales adiciones algún incremento en los pagos corrientes de los consumidores por los bienes comprados previamente con crédito. Si dispusiéramos de cifras suficientemente precisas para todos estos y otros *ítems* adicionales, podríamos cuantificar totalmente el aumento del ingreso nacional y de las ventas.

El hecho que se desea establecer, para los presentes propósitos, es que la tasa de recuperación fue muy rápida en 1936 y que aparentemente existen buenas razones para creer que parte de la responsabilidad está en el tamaño de la contribución neta del Gobierno Federal. Dicho sea de paso, es interesante señalar que, si los bonos no hubieran superado el veto del presidente, nuestra cifra total para el año habría sido U.S. \$3.3 billones, es decir un poco mayor que la de 1935.

Ahora llegamos al cuarto trimestre de 1936. En contraste con el panorama de una acelerada tasa de recuperación, en la medida en que los excesos de planta estaban siendo absorbidos, una serie de incidentes y procesos contribuyeron a los rápidos aumentos de costos y precios y al temprano surgimiento de las condiciones especulativas discutidas anteriormente. El anuncio del programa de rearme inglés, con su secuela de especulación en ciertas materias primas internacionales, alimentó sin duda un clima inflacionario en nuestro país. Diferentes procesos económicos y políticos hicieron adecuada la ocasión para intentar sindicalizar a las grandes industrias sobre bases industriales. Concesiones considerables en salarios y tiempo tuvieron lugar, en respuesta a la presión ejercida por los nuevos sindicatos y como forma de poner en jaque al crecimiento sindical. La fuerza de la organización de los empleadores, la alta tasa de operaciones y las ventas resultantes del incremento anticipado de los precios y del miedo a entregas atrasadas por causa

de huelgas y capacidad deficiente, hicieron posible para la industria la conversión de costos más altos en precios más altos. En particular, la práctica de la industria del acero, consistente en anunciar aumentos de precios que ocurrirían en fechas futuras, estimuló el exceso de compras anticipadas.

El movimiento aparentemente culminó en marzo y abril de 1937. Las industrias vitales de partes de acero y elementos para maquinaria operaban por entonces a su nivel factible de capacidad. El aumento en el nivel de precios no agrícolas llegó a su fin y otros índices importantes se frenaron.

A pesar de que la ola de compras anticipadas y especulación en inventarios tenía que terminar tarde o temprano, diversos desarrollos específicos pudieron haber tomado parte en la determinación del momento exacto. De esta forma, los requerimientos de reservas pudieron tener alguna importancia, aparte de la "inflación" mencionada. La declaración del presidente, en abril 2, en la que veía con desconfianza el rápido ascenso de algunos precios, pudo haber contribuido al mismo fin. A partir de entonces, se empezó a ver que la inminencia del *boom* había sido subvalorada. Con los acuerdos, salariales y de otro tipo, de la *U.S. Steel* y *General Motors* con la *CIO*, el panorama laboral llegó a ser más estable y menos incierto. De todas maneras, el nivel de compras anticipadas tiene sus limitaciones y, puesto que el movimiento ya había durado algún tiempo, bien podría haberse debido a una progresiva escasez, aun en ausencia de esos desarrollos específicos.

Las preguntas que requieren de respuesta son: ¿por qué los ingresos y las compras de los consumidores retrocedieron después de mayo?, ¿por qué no logramos un progreso ininterrumpido, sobre una base estable de mayores costos, precios y niveles de inventarios? Las respuestas a estas preguntas requieren de información acerca de los diversos factores que tienden a aumentar o disminuir el ingreso nacional y el poder de compra; y esta información sobre bases mensuales no es tan completa como desearíamos. Como se hizo anteriormente, se consideraron por separado los gastos para la producción de bienes de consumo durable, bienes de capital y la contribución neta del Gobierno Federal.

Los contratos aprobados para construcción de residencias alcanzaron su máximo nivel en abril para declinar a continuación. El total para el año se estimó en U.S. \$1.3 billones frente a U.S. \$1.2 billones en 1936. La producción automotriz, a finales de la prima-

vera y durante el verano, fue mayor que en 1936. El total para el año se estimó en U.S. \$2.6 billones, contra U.S. \$2.5 billones en 1936. Los gastos en otros bienes de consumo durable probablemente siguieron aumentando hasta el último trimestre, puesto que el incremento para el año completo, con respecto a 1936, fue de U.S. \$500 millones. Según todos los indicadores, los gastos en bienes de producción durable siguieron subiendo hasta agosto. El índice de producción de bienes durables para el tercer trimestre de 1937 fue, en promedio, un 7% mayor que para el primer trimestre. El estimativo para el año completo es de U.S. \$6.3 billones. Si se omiten los edificios comerciales, el total se acerca a los U.S. \$6 billones, lo cual no estaba muy por debajo de los U.S. \$6.6 billones en esta categoría para 1928. El incremento frente a 1936 fue de U.S. \$1.7 billones, en contraste con un incremento de U.S. \$1.1 billones en 1936 sobre 1935. Se estimó que los inventarios habían aumentado cerca de U.S. \$4.5 billones en los tres primeros trimestres del año, aunque a una tasa decreciente.

Fue en la contribución neta federal a los gastos de la comunidad donde tuvo lugar el mayor descenso en los factores que tienden a incrementar la actividad comercial. Para el período crucial de los siete meses, de marzo a septiembre inclusive, ella alcanzó U.S. \$400 millones, un promedio de U.S. \$60 millones mensuales, frente a U.S. \$355 millones mensuales durante 1936.

El panorama resultante es el siguiente: En la primavera de 1937 las fuerzas que tendían a impulsar el nivel de ingreso quedaron a la par con las que tendían a disminuirlo. Se trataba, no obstante, de un equilibrio inestable, puesto que entre las primeras fuerzas se encontraba un aumento más o menos "involuntario" en los gastos en inventarios, realizado sobre la base de compromisos previos y de una peligrosa extensión de los créditos de instalación en el sector automovilístico. Los gastos en nuevas viviendas declinaban mientras la contribución del Gobierno alcanzaba una cifra baja, de modo que, en el segundo y tercer trimestre del año, ambas no sobrepasaban los mil millones de dólares. Si bien la producción de bienes durables continuó su expansión, fue contrarrestada en gran parte por la baja en la producción de bienes perecederos. El freno en las ventas al detal y la baja en los nuevos pedidos hicieron superfluo cualquier incremento posterior a los acordados previamente en los aportes para planta y equipo nuevos. El volumen de ahorro corriente de corporaciones e individuos parecía exceder la suma de los gastos en nuevas plantas y equipo, en construcción y en la contribución del Gobierno, en una cantidad aproximadamente igual al aumento en inventarios y crédito de consumo.

Entonces, la respuesta a la pregunta de por qué la recuperación no continuó sobre la base de un nuevo nivel más alto que el alcanzado en la primavera parece estar, por lo tanto, en la baja drástica de varios de los principales elementos que habían previamente contribuido a la reactivación, junto con el incremento en el volumen del ahorro, que probablemente ocurría a medida que aumentaba el nivel del ingreso monetario, y que se convirtió en una carga de gastos en bienes durables mayor de la que los productores podían sostener.

Es de interés notar que en 1925, cuando el ingreso nacional monetario tenía una tasa bastante cercana a la del verano de 1937, el total de los gastos en bienes durables de consumo y de producción fue de cerca de U.S. \$21.5 billones, mientras que en 1937 se aproximó a los U.S. \$17 billones. La principal razón de esta diferencia radica en los gastos para construcción residencial y comercial, que fueron U.S. \$4 billones más altos en 1937 que en 1925. En realidad, los gastos en nueva planta y equipo en manufactura y minería fueron U.S. \$400 millones mayores en 1937 que en 1925.

Si los gastos en vivienda y/o la contribución del Gobierno combinados hubieran sido de unos U.S. \$4 billones más por año, es probable que la tendencia creciente del ingreso de los consumidores y de las ventas al por menor hubiese continuado durante el verano. Si esto hubiera ocurrido, es posible que los inventarios se hubieran estabilizado en un nivel más alto y que nuevos pedidos de capital se hubieran vuelto necesarios para cumplir con la creciente demanda de los consumidores. La combinación de estos acontecimientos podría haber sido, a su vez, más que suficiente para compensar las consecuencias de un mercado automovilístico con demasiadas ventas.

Las causas próximas de la recesión se ubican, por tanto, en los factores que dieron lugar al auge de inventarios y compras anticipadas, al fracaso en el intento de continuar con una verdadera recuperación de la construcción y al momento inoportuno en que se retiró la contribución del Gobierno.

Así parece ser que el desvanecimiento, iniciado en 1936, del prometedor renacer de la construcción, estaba asociado con el aumento en el precio de las casas nuevas, con relación al incremento en las rentas. Este avance en los precios, a su vez, estaba parcialmente asociado con el crecimiento general en los precios y, parcialmente, con los sucesos específicos de la industria de la construcción.

El carácter drástico de la baja en la contribución del Gobierno se encontraba asociado en gran parte con el pago de bonos en 1936 y con el exceso de los impuestos recaudados frente a los desembolsos bajo la Ley de Seguridad Social de 1937. [...]

## ALGUNAS EXPLICACIONES ALTERNATIVAS SOBRE LA RECESIÓN

**1. Política monetaria.** Se ha dicho que el incremento que efectuó el Comité en los requerimientos de reservas, junto con la absorción de U.S. \$1.5 billones de reservas excesivas en la primavera de 1937 y con la esterilización de las entradas de oro por parte del Tesoro, fueron también factores responsables, o a lo menos contribuyeron a la recesión. Tal aseveración debe ser examinada en detalle.

Con el fin de poder apreciar estas acciones en perspectiva, es conveniente repasar brevemente los procesos monetarios que ocurrieron entre mediados de 1933 y fines de 1936. Todo el período fue de gran expansión, lo cual concordaba con la política de estímulo a la holgura monetaria y de satisfacción a las necesidades de liquidez de la comunidad mediante el restablecimiento del volumen de los medios de pago que había quedado por el suelo durante la recesión. [...] A pesar del incremento en los depósitos y, por tanto, en los requerimientos de reservas, el volumen de exceso de reservas se había incrementado, para el verano de 1936, en más de U.S. \$3 billones.

Con la Ley Bancaria de 1935, el Congreso puso en manos del Comité de Gobernadores la responsabilidad de aumentar los requerimientos de reservas "con el fin de prevenir un peligroso desbordamiento del crédito". En vista de la expansión ya ocurrida, y por lo tanto de la magnitud del exceso de reservas de los bancos, la reducción de las reservas excesivas mediante el aumento de los requerimientos legales de reservas pareció ser una medida razonable. En consecuencia, el Comité decidió elevar los requerimientos en cantidad suficiente para absorber U.S. \$1.5 billones del exceso, dejando aún cerca de U.S. \$2 billones. Esta medida, tomada en el verano de 1936, fue ampliamente elogiada y no tuvo ningún efecto sobre las tasas de interés ni, en general, sobre el mercado de dinero. De hecho, los diversos procesos inflacionarios antes mencionados fueron posteriores a esta acción. [...]

El aumento en los requerimientos de reservas era visto más como una medida preventiva que restrictiva. En conjunto, con la adopción

por parte del Tesoro de una política de esterilización de las nuevas entradas de oro, la medida significó un reajuste fundamental de nuestro sistema bancario a las nuevas condiciones y nos permitió contar, de allí en adelante, con las operaciones de mercado abierto como medio habitual de actuar sobre las reservas bancarias y, por lo tanto, sobre el volumen del crédito.

Hay dos posibles vías por las cuales las anteriores acciones monetarias pudieron tener un efecto depresivo sobre la actividad de los negocios. La primera es psicológica, y la segunda, a falta de un mejor término, podría ser llamada mecánica.

Las acciones mencionadas pueden haber contribuido a la eliminación del miedo o de la expectativa de una inflación monetaria y a un alza indefinida en los precios, contrarrestando, por lo tanto, una expansión ulterior de las compras anticipadas y del almacenamiento de inventarios. De haber sido así, su efecto fue saludable, ya que nuestras dificultades actuales son efectivamente detectables en gran parte por los desarrollos inflacionarios del invierno de 1936-1937. Desde este punto de vista, la crítica no debe dirigirse hacia la acción misma, sino más bien al hecho de que fue indebidamente retrasada. No debe asignársele, sin embargo, demasiado peso al argumento psicológico, puesto que de hecho los anticipos de precios continuaron algunos meses después del anuncio de la política del 30 de enero. Los pedidos de utensilios y maquinaria alcanzaron su pico en abril de 1937.

El otro medio, más mecánico, a través del cual los aumentos de reservas y la esterilización de los nuevos flujos de oro pudieran haber contribuido a la recesión, requiere de consideraciones más detenidas. Se ha argüido que los mayores requerimientos de reservas fueron responsables de las ventas de bonos por parte de los bancos. Las ventas bancarias de bonos debilitaron sus precios; la debilidad de los precios de los bonos debilitó la nueva emisión de éstos; la dificultad de emitir nuevos bonos condujo a la baja en inversiones de capital; la baja en las inversiones de capital resultó en la recesión. Es necesario establecer todos estos vínculos en la cadena que conecta la política monetaria con la recesión, si se quiere argumentar a favor de una relación causal, y esto parece difícil de hacer.

En primer lugar, respecto a la pregunta de en qué medida los mayores requerimientos de reservas fueron responsables de las ventas de bonos y de la baja en sus precios [...], la baja en los

requerimientos de reservas fue, probablemente, más el signo del final de un mercado alcista que una fuerza capaz de forzar las ventas debido a la inadecuada existencia de reservas. El total de ventas de toda clase de obligaciones por parte de todos los bancos fue de menos de U.S. \$1 billón entre diciembre de 1936 y junio de 1937. En el mismo período los préstamos bancarios se expandieron más de U.S. \$1 billón.

Cuando pasamos al siguiente vínculo entre la política monetaria y la recesión en los negocios —la relación entre la caída en los precios de los bonos y los bienes de capital— nuevamente es difícil establecer un argumento válido. [...] Puede que haya habido casos individuales en que los nuevos gastos de capital hayan sido pospuestos debido a la dificultad de conseguir dinero fresco. Las cifras nacionales indican, sin embargo, que el volumen total de gastos en nuevos bienes de capital fue tan grande como razonablemente se podía esperar. El aumento de los gastos en adiciones a los inventarios entre septiembre de 1936 y septiembre de 1937 fue, tal como se señaló arriba, uno de los mayores que se hayan registrado.

Se puede decir, en conclusión, que puesto que la recesión no puede ser atribuida a una baja en los gastos en bienes durables por parte de los productores, y puesto que la política monetaria no tuvo ninguna responsabilidad por los aumentos de precios y costos en el invierno de 1936-1937, ni por el enorme incremento de los inventarios, ni por la falla en la expansión de la construcción residencial de 1937, ni mucho menos por la drástica baja en la contribución del Gobierno a los gastos de la comunidad, la política monetaria no puede ser responsabilizada de haber iniciado o contribuido a la recesión.

Es cierto que, tal como se sucedieron los acontecimientos, no hubiera sido arriesgado posponer el aumento en los requerimientos de reservas entre marzo y mayo de 1937. Esto, sin embargo, no era evidente en enero de 1937 y es un asunto completamente distinto.

**2. La reglamentación del mercado bursátil y los impuestos a las utilidades no distribuidas y a las ganancias de capital.** Según parecen creer muchos autores, la causa básica de la recesión radicaba en la dificultad que experimentara la industria para obtener el capital necesario para su expansión. Esta dificultad, a su turno, sería

atribuible a que los impuestos a las ganancias no distribuidas habrían estimulado el pago de las utilidades, y a la dificultad para obtener más dinero de los mercados de acciones.

La respuesta a este argumento ya ha sido dada. No existe evidencia de que la recesión pueda ser atribuida a una insuficiencia de los gastos en planta y equipo industriales; de hecho, en el último trimestre de 1936 y en los dos primeros trimestres de 1937, los gastos industriales en inventarios fueron inquestionablemente excesivos desde el punto de vista de la estabilidad económica. Si el dinero dedicado a inventarios excesivos hubiera sido destinado más bien a planta y equipo, el total de este último tipo de gastos habría sido superior al de 1929.

**3. Falta de confianza y una recuperación basada en el consumo.** El argumento en este caso sostiene que la profunda incertidumbre política y la generalizada pérdida de confianza significó que la recuperación fuese soportada enteramente por el exceso de los gastos sobre los ingresos gubernamentales. Como ello no fue seguido por un aumento en la inversión privada, el movimiento de recuperación pronto se derrumbó cuando se retiró el apoyo del Gobierno.

Es difícil encontrar alguna evidencia factual en apoyo de este argumento. Son de interés para esta conexión los *Gráficos 3, 4 y 5*, que muestran el curso de los gastos en renovación de planta y equipo para minería y manufactura, ferrocarriles y servicios. En 1937 tales gastos, para minería y manufactura, habían vuelto al nivel de 1928. En ferrocarriles se estaba U.S. \$138 millones por debajo del nivel de 1928 y, en el caso del servicio de electricidad, U.S. \$276 millones.

Los servicios constituyen un caso particularmente interesante. El gráfico correspondiente expresa las tasas de capacidad, producción y gastos de capital por kilovatio con un año base común: 1929. Esto debería ser tomado en cuenta con el fin de que no se cometiera el error de interpretar el gráfico creyendo que el producto estaba al nivel pleno de su capacidad en 1929 o que hubo exceso de capacidad en algún otro año. De hecho existía una buena reserva de capacidad en 1929. Las adiciones a ésta entre 1930 y 1932, así como el descenso en la generación de energía, resultaron en un gran exceso de capacidad, con relación a 1929, que sólo fue llenado a finales de 1936 y comienzos de 1937. En consecuencia, para la industria eléctrica como un todo, no hubo un buen incentivo para expandir su planta sino hasta que la recuperación estuvo

adelantada. La expansión de 1937 fue en realidad vigorosa, un 62% sobre el nivel de 1936. El total de gastos en 1937 fue, sin embargo, de unos U.S. \$300 millones menos que en 1923, cuando el producto estuvo tan cerca de la capacidad como en 1937. Es justo decir, por lo tanto, que las dificultades peculiares de los servicios estaban generando un rezago de un año en los gastos con respecto a lo que de otro modo se hubiera esperado. La cifra involucrada es, no obstante, despreciable con relación al guarismo total.

### PRODUCCIÓN INDUSTRIAL Y GASTOS DE CAPITAL Y MANTENIMIENTO 1919-1937

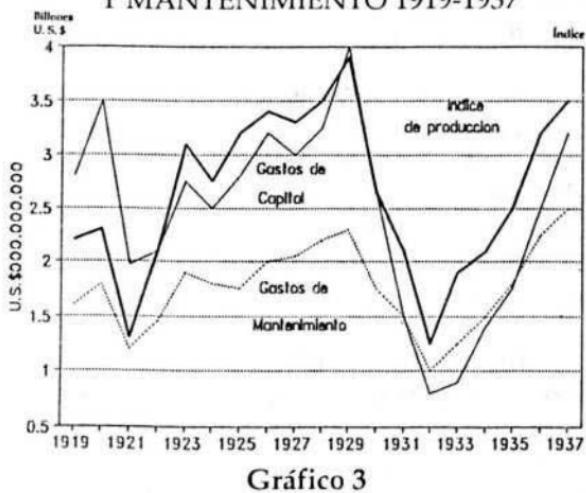


Gráfico 3

### GASTOS DE TRANSPORTE DE CARGA Y FERROCARRILES PARA CAPITAL Y MANTENIMIENTO 1921-1937

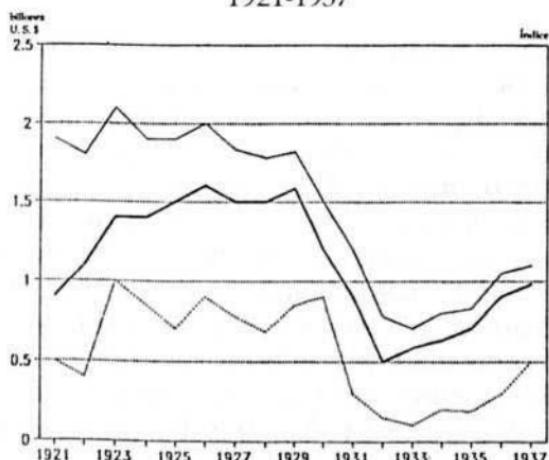


Gráfico 4

## ÍNDICES DE CAPACIDAD, PRODUCTO Y GASTOS DE CAPITAL EN EL SECTOR ELECTRICIDAD

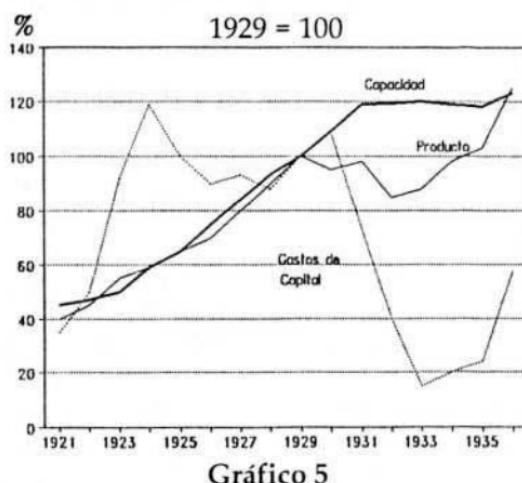


Gráfico 5

4. La baja en los márgenes de ganancia provocada por los mayores costos. Fuera del grupo correspondiente a automóviles, y a finales del verano a ferrocarriles, los márgenes de ganancia no parecen haber bajado durante los 3 primeros trimestres de 1937. Se encontró, sobre la base de un estudio de *Standard Statistics* para una muestra de 176 grandes corporaciones industriales durante los primeros seis meses de 1937, que la relación promedio entre ingreso neto y ventas fue de 8.5%, frente a 8.4% en el período correspondiente de 1936. Excluyendo las compañías automotrices, los márgenes indicados para los dos períodos fueron 7.7% y 5.6% respectivamente. Se determinó en un estudio especial de *U.S. Steel Corporation* que, como resultado de los aumentos de precios con relación a los incrementos en costos, el punto a partir del cual se generaban utilidades (después de pagar dividendos preferenciales) bajó del 50% al 43% del nivel de utilización de la capacidad. Para los seis meses de 1937, las utilidades de las compañías mineras y manufactureras estuvieron un 30% por encima de las correspondientes al mismo período de 1936. Aparentemente, la industria en general, en las condiciones prevalecientes durante los primeros 8 meses de 1937, estaba en capacidad de pasar de altos costos a altos precios.

## REFLEXIONES PROVOCADAS POR EL ESTUDIO DE LAS CAUSAS DE LA RECESIÓN

Una revisión de las causas que subyacen a la actual recesión conduce a preguntarse sobre qué medidas, en qué momentos y en

qué grado habrían sido necesarias para que la recuperación hubiera proseguido de manera ininterrumpida. ¿Qué condiciones económicas y políticas habrían hecho posible que tales medidas hubieran sido tomadas?

Existieron, como hemos visto, una serie de eventos que culminaron en la recesión.

### 1. El momento de la tasa de recuperación

Conviene aprender, sin tener para ello que ir más allá del verano de 1936, una lección acerca de la importancia del retardo en la tasa de incremento del consumo a medida que se alcanza el límite de la capacidad física en las principales líneas de la producción. Ello ocurre debido a lo que los economistas llaman el principio de aceleración, es decir, al hecho que, después de que se alcanza la capacidad existente, un incremento dado en el consumo necesita de un incremento mayor del gasto en planta física. Para producir un millón anual más de acero, por ejemplo, se requiere erigir una planta que cuesta varias veces más que esa cantidad. De ahí que una tasa de recuperación que, en una situación de amplia holgura en la capacidad de todos los sectores pudiera ser perfectamente apropiada, pueda estimular aumentos excesivos de precios y compras adelantadas a medida que se acerca al límite de capacidad en las principales líneas.

Resulta fácil subvalorar este hecho cuando aún quedan millones de personas desempleadas y urge asegurarles un pronto empleo. Sin embargo, la existencia de un amplio ejército de desocupados, junto con deficiencias en la capacidad de planta y de mano de obra calificada pueden surgir fácilmente en la recuperación de una depresión severa y prolongada. En tales períodos, el aumento de la fuerza de trabajo puede sobrepasar ampliamente el crecimiento de la planta física o el del número de trabajadores calificados. El fracaso en añadir capacidad productiva durante una depresión no sólo resulta en un aumento del desempleo en ese mismo momento, sino también en un desempleo posterior mayor y más persistente, si es que no desemboca en un auge y en otra recesión.

En términos más específicos podemos decir, con beneficio de duda, que habría sido deseable que la tasa de incremento en el consumo se hubiera recortado en el verano y el comienzo del otoño de 1936. Esto teóricamente podría haber sido logrado a través de una reducción en la contribución neta federal a los gastos de la comunidad.

No obstante, si tomamos en cuenta las condiciones de mediados de 1936, fácilmente podemos ver las enormes dificultades que habría tenido esta posibilidad. En primer lugar, la Administración tendría que haber estado plenamente convencida, para comienzos del invierno, de la validez de las predicciones de mayores precios, etc. En segundo, también debería haber recortado sus gastos de manera drástica y repentina, o aumentado su ingreso. La única manera de que los ingresos pudieran haber sido aumentados de manera **corriente**, habría sido a través de la imposición inmediata y apresurada de impuestos al consumo. De manera similar, el único ítem grande y no recurrente de gastos que podría haber sido recortado, además de los bonos que habían pasado sobre el veto del presidente, eran los gastos de ayuda que, en esa época, eran aún bastante grandes.

## 2. Organización y aumentos de precios y costos

Parte sustancial de los aumentos en inventarios, compras anticipadas, y precios y costos adelantados surgió de la expectativa sobre futuros aumentos en costos y precios. La expectativa surgió en parte del miedo a los retardos en las entregas, ya fuera porque se pronosticaban dificultades laborales o bien por limitaciones en la planta física. Por tanto, si los aumentos de precios hubieran podido ser evitados, se habría eliminado la mayor parte del incentivo para aumentar los inventarios. En ausencia de las excesivas compras de inventarios y de solicitudes anticipadas, las entregas hubieran estado mejor sincronizadas con los pedidos, eliminándose así buena parte del temor a que las insuficiencias de planta y de mano de obra calificada las retrasaran. Si en el campo de la construcción los materiales, márgenes de los contratistas y tasas de salarios por hora de la mano de obra calificada no hubieran sido aumentados, es probable que la recuperación de la construcción hubiese adquirido ímpetu.

En otras palabras, aunque nos estuviésemos acercando temporalmente a la capacidad en varias líneas importantes, probablemente teníamos aún suficiente capacidad para haber cumplido puntualmente con los pedidos, siempre y cuando ellos no hubiesen estado alimentados por la compra excesiva de inventarios. En consecuencia, si los aumentos de precios y costos se hubieran podido evitar, es posible que el movimiento de recuperación hubiese procedido sobre una base firme de incremento en los gastos en bienes por parte de los productores y en la construcción de vivienda.

Es así como la organización entra en escena. Los trabajadores sindicalizados exigían incrementos en los ingresos por hora mayores de los que podían ser compensados en el corto plazo por una mayor eficiencia. En consecuencia, su petición significaba un incremento en el costo laboral por unidad de producto. La industria, en general, estaba lo suficientemente organizada como para no sólo ser capaz de cumplir con esta demanda, sino mantener también, mediante anticipos de precios, su margen de ganancia y en algunos casos incluso aumentarlo, con base en un volumen dado de negocios. La industria del acero constituye un excelente ejemplo de ello. El liderazgo de precios se encontraba allí tan bien establecido que había muy poco incentivo para intentar bajar los costos unitarios. Una buena ocasión de hecho para aumentar los precios más que los costos. [...]

En otros casos, en los que el margen de ganancia era mayor que el adecuado para atraer el nuevo capital requerido hacia la industria, de modo que el costo del trabajo adicional por unidad podía ser fácilmente absorbido sin un aumento en los precios, éstos fueron aumentados de todos modos. Tal parece haber sido el caso de la industria automovilística.

En la industria de la construcción, algunos sindicatos estratégicamente localizados, cuyos miembros habían disminuido en gran medida desde el período de construcción activa que tuvo lugar durante los años 20, capitalizaron la creciente demanda por su trabajo al exigir y obtener aumentos en el salario por hora y al obligar a incrementar costos de las diversas actividades comerciales. Los contratistas buscaron recuperarse durante los varios años de dificultad subiendo sus márgenes. Los precios de los materiales de construcción aumentaron por diversas razones, muchas de ellas conectadas con la existencia de las organizaciones de empleadores y empleados.

La lección o moraleja que emerge es que, en el intento de brindar una mayor estabilidad a los negocios, se debe poner mayor atención de la que se ha creído necesaria al problema creado por los precios "administrados", por una parte, y a la política sindical, por la otra. No existe en absoluto ninguna seguridad en que otra recuperación no pueda ser frenada por los aumentos excesivos de precios y costos, ni en que las recuperaciones de las futuras recesiones no serán seriamente impedidas por el mantenimiento de niveles extraordinarios de precios y tasas de salarios. Nada garantiza, en absoluto, que la industria de la construcción permitirá que la gran

escasez física de casas para vivienda que se observa actualmente con relación a los patrones de 1929 sea resuelta. En estas circunstancias resulta imperativo el desarrollo, en conexión con la industria y el trabajo organizados, de una política nacional, con el fin de garantizar que las medidas no echen a pique la posibilidad de asegurar un mayor nivel de estabilidad económica.

### 3. Los problemas de una política fiscal compensatoria

Una última oportunidad para prevenir la recesión se presentó en la primavera y el verano de 1937. Como se dijo anteriormente, si el consumo se hubiera incrementado de manera constante durante este período, es posible que el movimiento de recuperación se hubiese desarrollado sobre la base de un nuevo nivel, más alto y estable, de costos, precios e inventarios. Un incremento permanente en el consumo y un alza en las rentas habrían necesitado de mayores gastos de capital y hecho de nuevo rentable la construcción residencial.

Un aumento sostenido en el consumo bajo las condiciones prevalecientes en esa época, no obstante, sólo se habría logrado merced a una mucho mayor contribución del Gobierno al poder de compra nacional. No es necesario subrayar los obstáculos para seguir este curso. Y, en el caso inverso, en el previo sucedido a mediados de 1936, se encontraban dificultades que impedían la determinación e implementación de la política acertada.

Dejando a un lado estas enormes dificultades, es evidente que, para que la política fiscal sea realmente compensatoria, se requiere de un grado mucho mayor que el existente en la actualidad de flexibilidad en los gastos e ingresos. Es probable que tal flexibilidad no pueda ser lograda dentro del presupuesto. Gran parte de los impuestos son recaudados con base en los ingresos del año anterior y de acuerdo con determinaciones previas. La mayor parte de los gastos se determina mediante apropiaciones hechas con mucha anterioridad al período en el cual se aplican. Posiblemente la solución radique en asegurar la flexibilidad en gran medida por fuera del presupuesto regular. Se deberían explorar las posibilidades de otorgar discrecionalidad al Ejecutivo en la variación de los subsidios y en mantener, acelerar o retardar varios tipos de gastos. Otra alternativa sería la exploración de las posibilidades de que se garanticen variaciones compensatorias apropiadas en los ingresos y/o en los gastos mediante el uso de medidas automáticas y no discretionales que vinculen los ingresos y/o los gastos con los cambios en la tasa de consumo y de producción.



To meet Mr. Lauchlin Currie and the American Delegation  
His Majesty's Government in the United Kingdom of  
Great Britain and Northern Ireland  
request the honour of the company of

---

at Luncheon at Claridge's Hotel,  
on Monday, the 5th February, 1945, at 1.15 p.m. for 1.30 p.m.  
Mr. Dingle Foot, M.P.,  
Parliamentary Secretary, Ministry of Economic Warfare, will preside.

*Les trois Délégations alliées  
prirent Monsieur Lauchlin Currie*

---

*de leur faire l'honneur de venir ~~diner~~ dîner  
à l'hôtel Bellevue-Palace le lundi 5 mars  
à 7.15 heures*

*Précise d'adresser la réponse à la Légation des  
Etats-Unis d'Amérique, Secrétariat commercial,  
6, Effenstrasse, Berne*

*←  
Tenne de ville*