

Algunas Consideraciones sobre la Crisis Económica Internacional¹

MARIO TIBERI
Sapienza Università di Roma

Algunas Consideraciones sobre la Crisis Económica Internacional

Resumen

La actual crisis económica internacional hizo que muchos observadores volvieran a revisar la Gran Depresión de 1929 como antecedente histórico relevante. Por una parte, el autor explora algunos aspectos de la Gran depresión, tales como la secuencia de los hechos tanto sectoriales como geográficos, algunas interpretaciones que se hicieron de los mismos; y las respuestas que tuvo la política y la economía, con especial énfasis en el New Deal del Presidente Roosevelt de los Estados Unidos. Por otra, se analiza el contraste con la presente crisis: la diferente evolución de los hechos, muchas interpretaciones y muy inmediatas, y un enfoque de solución intervencionista en los sistemas económicos nacionales e internacionales. En consecuencia, y a partir de las leccio-

¹ Una versión en Español previa fue publicada como Estudio Especial N° 4 del Instituto de Investigaciones Económicas de la USAL en noviembre de 2009. La versión en Español es una traducción de la versión original en Inglés publicada como Estudio Especial N° 3 "Some Considerations on the International Economic Crisis" en julio de 2009. Traducción a cargo de Alejandra Moradei Brown y revisión técnica de Juan Miguel Massot. El autor agradece a Stefania Spaziani por su valiosa colaboración en la recolección de datos y edición del texto

nes de la historia, el autor concluye que en el caso actual los intervencionistas han brindado respuestas más rápidas y significativas que para enfrentar la Gran Depresión.

Palabras clave: Gran Depresión; crisis económica internacional; ciclo económico; políticas monetaria y fiscal

Some Considerations on the International Economic Crisis

Abstract

The current international economic crisis has led many analysts to revise the Great Depression starting in 1929 as a relevant historical precedent. On the one hand, the author explores some aspects of the Great Depression such as the sequence of events in different sectors and geographical locations as well as some interpretations of these events, and how politics and economy responded, placing special emphasis on US President Roosevelt's New Deal. On the other hand, a contrast is made with the current crisis: the different evolution of events, several and very immediate interpretations, and an interventionist solution approach in national and international economic systems. Consequently, based on lessons drawn from history, the author concludes that interventionists have responded faster and more significantly to the current crisis than they did to face the Great Depression.

Keywords: Great Depression; International Economic Crisis; Business Cycle; Monetary and Fiscal Policies

Clasificación JEL: E5, E6, N1

La Università degli studi di Roma "Sapienza"-Facoltà di Economia y la Universidad del Salvador, firmaron un programa de colaboración Cultural y Científica en sectores de interés recíproco.

Este programa ofrece cursos de formación mirados en Ciencias Económicas para los estudiantes de la comunidad italo-argentina, obteniendo el doble título: Laurea in Economia Politica y Laurea in Economia, Finanza e Diritto per la Gestione d'impresa.

Son dictados en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad del Salvador de Buenos Aires en lengua italiana y española.

Con el apoyo de empresas importantes se han podido otorgar becas anuales y pasantías a los alumnos en distintas empresas e instituciones.

El programa italo-argentino ha permitido que alumnos argentinos obtuvieran sus títulos italianos a fines del 2008, previéndose otro grupo de graduados para el 2009.

*Bajo esta óptica y a fin de ampliar la colaboración en el ámbito de las investigaciones el Instituto de Investigaciones Económicas de la Facultad de Ciencias Económicas- USAL y la Facultad de Economía de la Sapienza, publican en el marco del programa de publicaciones del IIE-USAL un Estudio Especial realizado por el profesor italiano Mario Tiberi que lleva por título **"Some Considerations on the International Economic Crisis"**.*

Destacamos que el mismo es el primer paso de esta nueva etapa de trabajo académico conjunto, el cual se enriquecerá con el tiempo, considerando el prestigio y experiencia de ambos ateneos.

Agradecemos a sus profesores, investigadores, y a toda la comunidad universitaria, el apoyo brindado para este informe que consideramos de mucha utilidad para todas las instituciones públicas y privadas.

La Sapienza Università di Roma e l'Università del Salvador hanno firmato un Programma di collaborazione culturale e scientifica in settori d'interesse reciproco.

Questo Programma offre corsi di formazione in Scienze economiche,

destinati a dare priorità a studenti universitari della comunità italo-argentina, per i quali è previsto il rilascio del doppio titolo in due distinti corsi di laurea: Laurea in Economia politica e Laurea in Economia, Gestione, Finanza e Diritto per la Gestione d'impresa.

Con il sostegno di istituzioni pubbliche e imprese private sono state conferite borse annuali e organizzati stages.

Il Programma ha permesso che studenti italo-argentini ottenessero il titolo di laurea italiana alla fine del 2008; altri due gruppi di laureati sono previsti nel 2009 e nel 2010.

*Allo scopo di estendere la collaborazione nel campo della ricerca, l'Instituto de Investigaciones Económicas de la Facultad de Ciencias Económicas-USAL e la Facoltà di Economia della Sapienza hanno deciso di pubblicare un Estudio Especial, fatto dal professore italiano Mario Tiberi dal titolo **"Some Considerations on the International Economic Crisis"**.*

Sottolineiamo che questo Estudio è il primo passo di questa fase di lavoro accademico congiunto in tale campo, che si approfondirà nel corso del tempo, tenendo conto del prestigio e dell'esperienza d'entrambi gli Atenei.

Ringraziamo professori, ricercatori e tutta la comunità accademica per l'appoggio dato a questo Estudio, che consideriamo di grande utilità per tutte le istituzioni pubbliche e private.

Sergio Omar García

Decano

Facultad de Ciencias Económicas
Universidad del Salvador

Attilio Celant

Preside

Facoltà di Economia
Sapienza Università di Roma

1. Los Años Felices de la Globalización

No es de suma importancia fijar el momento preciso en el que comenzó la crisis. Aún durante los años felices de "La Nueva Economía" en los Estados Unidos, y el buen rendimiento de la economía mundial en algún que otro lugar, muchos analistas habían señalado las debilidades de aquello que la gente gustaba llamar "globalización". Por algunas décadas la economía mundial ha sido gobernada por las reglas del Consenso de Washington, es decir, la actitud consonante del Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial (BM), y el Tesoro de los Estados Unidos.

Las "reglas del juego" inspiradas por ellos han sido una reafirmación del los mecanismos del libre mercado, eclipsado por el intervencionismo Keynesiano en los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial. Los principales mensajes provenientes de esta corriente neoliberal pueden ser resumidos en: desregulación; liberalización interna y externa de bienes y capitales (no en lo referente a la mano de obra); política monetaria muy prudente; política de presupuesto equilibrado combinada con políticas fiscales regresivas; tipos de cambio flotantes; coordinación internacional limitada; debilitamiento de la presencia de los sindicatos; subestimación de los bienes públicos globales, etc.

Una síntesis elocuente de esta actitud ha sido la idea de activar un mecanismo de "goteo" (*trickle down*). Sus defensores sostienen que dicho mecanismo promoverá nuevas inversiones y crecimiento económico, beneficiando no solo a aquellos que se encuentran bien posicionados en el mercado sino también a otros. Más específicamente, se espera que dicho mecanismo de goteo conduzca a un gran incremento en el ingreso, la mayor parte del cual beneficiará, ciertamente, a aquellos que tienen una posición poderosa en el mercado, pero también alcanzará a las clases más pobres.

El crecimiento dará a estas clases la oportunidad de mejorar, hasta de escapar de la pobreza, aunque no conduzca necesariamente a una mayor equidad interpersonal en el sistema. Por otro lado, el mecanismo no debería ser obstruido por medidas de redistribución dirigidas a alcanzar mayor equidad, pero también capaces de socavar el objetivo de

lograr eficiencia. La eficiencia y la equidad son, en cierta medida, desde este punto de vista, objetivos opuestos.

De hecho, la evidencia empírica ha mostrado una economía mundial creciendo bastante firmemente por muchos años impulsada por las grandes economías, como la de los Estados Unidos y las de algunos países emergentes sobre todo China e India. Sin embargo, los resultados no han sido tan positivos en términos de equidad. La pobreza absoluta, como tal, ha disminuido sensiblemente en muchos países, pero los datos sobre la pobreza relativa han sido un claro testimonio del resultado desalentador en cuanto a equidad.

Este tema ha sido tratado en uno de mis trabajos recientemente publicados², donde los aspectos contradictorios del reciente proceso de globalización han sido considerados basándose en la extensa literatura que brinda una visión crítica de dicho proceso. Este trabajo contiene, por ejemplo, una lista significativa de "fallas" que se vislumbran detrás de la visión optimista de los acérrimos defensores de la globalización. Vale la pena recordarlas brevemente, ya que pueden ser antecedentes útiles para la discusión de la crisis³ actual:

- Numerosas crisis financieras: Méjico (1994-95); varios países Asiáticos (1997-98); Rusia (1998); Brasil y Turquía (1999-2001); Argentina (2001); Estados Unidos (2007);
- La política económica de Estados Unidos caracterizada, por muchos años, y de acuerdo a la tradición keynesiana, por un déficit presupuestario muy alto financiado por otros países incluyendo China;
- La liberalización asimétrica del movimiento de bienes, tal cual se expresa en el conflicto entre países desarrollados y en desarrollo;
- Obstáculos a la liberalización: tendencia hacia el libre movimiento de bienes y capitales acompañada por políticas restrictivas sobre el movimiento de personas;
- Deficiencias en la cantidad y formas de ayuda;
- Un enorme caudal de Inversión Extranjera Directa (IED) que torna

² Ver Tiberi M., *Poverty and Inequality in the Age of Globalization*, "Journal of European Economy", December 2007.

³ *Ibidem*, p. 375-6.

a algunas economías demasiado dependientes de las políticas de las corporaciones multinacionales;

- Episodios escandalosos de comportamiento ilegal y/o codicioso por parte de los propietarios y/o gerentes de algunas grandes corporaciones, que han forzado a los gobiernos a repensar las reglas del gobierno corporativo;

- Mayor atención a los llamados bienes públicos globales (medio ambiente, salud, etc.), que requieren estrategias más coordinadas por parte de los gobiernos, en vez de por parte de las fuerzas del mercado;

- Persistencia, y en algunos casos, crecimiento de la inequidad entre los países y dentro de ellos.

Entre los signos de esta desigualdad, se mencionó especialmente al crecimiento de los *trabajadores pobres* en los Estados Unidos y en otros sitios. Este es el caso de una gran cantidad de trabajadores no calificados que sufren una caída absoluta y relativa en su nivel de vida, dentro del contexto de una creciente integración internacional. Un deterioro, por otro lado, que ha sido acompañado por un incremento en los honorarios de los trabajadores calificados y que es particularmente impresionante en el caso de los gerentes.

Los aspectos antes mencionados, y otros que podrían ser agregados, no fueron ignorados por los neoliberales, quienes fueron guiados a considerarlos perturbaciones menores en la trayectoria exitosa de la economía mundial. Por lo tanto, no es sorprendente algún grado de menosprecio por los primeros signos de una crisis financiera en los Estados Unidos en el verano de 2007.

A la vez, existieron algunos cambios de actitud en algunos especialistas y representantes de importantes instituciones internacionales, y se produjeron recetas generales y específicas como indiqué en mi ya citado trabajo⁴. Como ejemplo de esos cambios es posible recordar la "*Declaración del Milenio*" de la Asamblea General de las Naciones Unidas en Septiembre de 2000, que expresa la idea de introducir algunas correcciones al curso actual de los hechos para alcanzar algunos objetivos sociales y económicos importantes (*Objetivos de Desarrollo del Milenio*)

⁴ *Ibidem*, 5.

explícitamente mencionados. Esto ha representado un cambio de método apreciable en términos cuantitativos⁵.

En cierta medida, sin embargo, un pasaje de un *Informe del Banco Mundial* ha sido más significativo en lo que respecta a esta innovación en la orientación cultural de las principales organizaciones internacionales. Dicho pasaje expresa que "...una participación amplia en las oportunidades económicas y políticas es también instrumental para el crecimiento y desarrollo económico. Esto se debe a razones económicas, ya que una mayor equidad puede conducir a un uso más pleno y eficiente de los recursos de una nación"⁶.

Además, el citado trabajo mencionó un gran número de sugerencias de variada importancia, propuestas por los "intervencionistas" para rectificar el comportamiento de los sistemas económicos a nivel nacional e internacional. Esto implicó, de hecho, la profunda creencia en que la indudable extensión de la internacionalización de muchas actividades económicas en lo concerniente a bienes, servicios, inversiones a corto y largo plazo e inversiones extranjeras directas, no ha reducido la importancia de una política económica implementada dentro de las fronteras nacionales. Este es el caso de, por ejemplo, la política de ingresos, la estructura del sistema fiscal, la política educativa, la composición del gasto social, los incentivos a la investigación y desarrollo, etc.

En lo que se refiere a los cambios posibles en la red de instituciones internacionales, se ha puesto énfasis en una mayor democratización y transparencia en las organizaciones más importantes: FMI, BM, OMC y OIT. Este enfoque puede ser compatible con cualquier curso que tome la evolución del sistema económico mundial, la cual está atravesando un visible dualismo entre regionalismo y globalización⁷.

2. Signos de Crisis en los Estados Unidos

Hemos mencionado anteriormente la presencia de debilidades dentro de un comportamiento más o menos positivo de la economía mun-

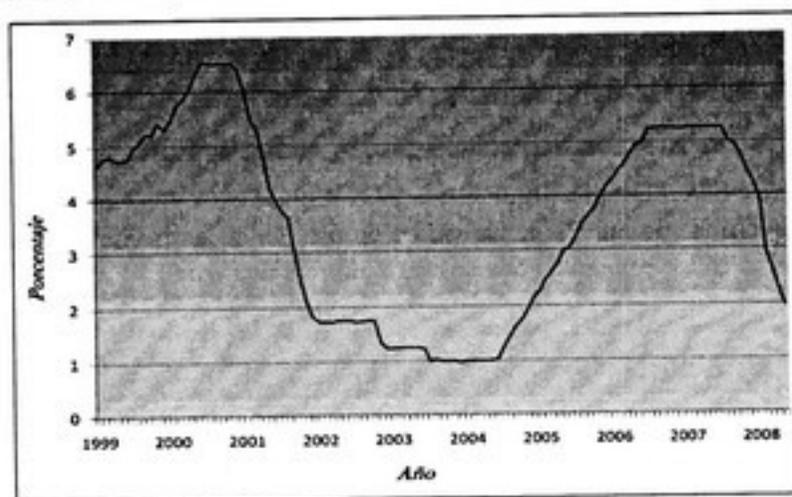
⁵ Ver <http://www.un.org/millennium/declaration/ares552e.htm>.

⁶ Ver World Bank, *World Development Report 2006. Equity and Development*, Washington, 2005, p. XI.

⁷ Ver Tiberi M., *Poverty and Inequality...*, p. 368-9; 378-80.

dial antes y después del fin del siglo veinte. Algunas de estas debilidades tienen que ver con los Estados Unidos, el país que lidera la reciente fuerte tendencia a la internacionalización de las economías nacionales. Ya al comienzo del año 2001, se vislumbraban un número de elementos preocupantes que debilitaban la imagen sólida de los años exitosos de la Nueva Economía en ese país⁸. Algunos de estos elementos fueron el estancamiento de la producción con la caída de los precios, el aumento del desempleo, la gran reestructuración en empresas de todas las dimensiones, una perceptible deflación de la "burbuja financiera", etc. Luego, la conmoción política producida por el ataque terrorista de Septiembre, distorsionó en su totalidad la vida interna y el significado correcto de cualquier dato económico.

Gráfico 1. Comportamiento de la tasa de interés de la Reserva Federal



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal (ver sitios WEB).

⁸ En vez de proponer una definición de la Nueva Economía, se la puede caracterizar: difusión de la Tecnología de la Información en muchos sectores productivos, por un lado; y el logro de buenos resultados en términos de crecimiento sin inflación, por otro. Ver, entre muchas otras fuentes: Atkinson R. D., *Myths of the New Economy: Getting the Parameters of Change Right*, "New Economy", vol. 7 (1), March 2000; Norton R. D., *Creating the New Economy. The Entrepreneur and the US Resurgence*, Cheltenham, Elgar, 2001.

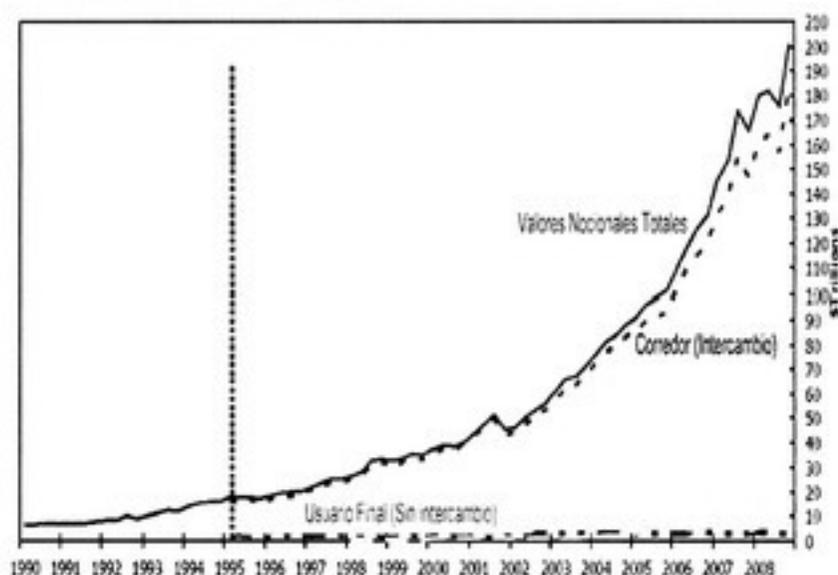
Sin embargo, después de un corto período, la mayoría de las fuerzas económicas relevantes que operaban desde hace muchos años en el país pudieron encontrar la forma de resurgir. Este esfuerzo fue respaldado, de acuerdo a muchos analistas, por la política de "dinero barato" de la Reserva Federal (FED) que jugó un rol crucial especialmente en el período 2002-2004 (ver Gráfico 1).

Esta elección, que debe ser considerada a la luz de la misión institucional asignada legalmente a la Reserva Federal, de plantear a un mismo nivel los dos objetivos finales de lograr estabilidad de precios y pleno empleo, ha ciertamente dado a los principales operadores de la economía la impresión de la inexistencia de un problema de liquidez. En este contexto debe recordarse la importancia del sector de la vivienda, aún en las economías más avanzadas, ya que emplea, en términos reales, un alto porcentaje de la fuerza laboral. También los precios de las viviendas son esenciales para guiar, a través del "efecto riqueza", el nivel de consumo agregado⁹. Además, gran parte de la actividad financiera está conectada, ante todo, a los créditos hipotecarios, y también a todo tipo de "derivados financieros"¹⁰ originados por ellos. Sería incorrecto tratar a este tipo de activos como si fuesen "los malos" del mercado ya que existen buenos argumentos para respaldar su presencia, pero también debe notarse la perturbadora expansión de su crecimiento en cantidad en los primeros años de este siglo (ver Gráfico 2).

9 Un punto de vista original sobre esto se expone en: Buiter W. H. en "Housing Wealth isn't Wealth", NBER Working Paper No. W14204., July 2008.

10 Una definición útil para nuestros propósitos puede llamar "derivados...a aquellos productos cuyo valor **deriva** del curso del valor de cualquier activo o de la ocurrencia de un evento observable objetivamente". A este activo o evento se lo conoce como **subyacente**. La cobertura (*hedging*), la especulación y el arbitraje están generalmente en el origen de los derivados. Ver http://www.consob.it/main/trasversale/risparmiaitori/investor/prodotti_derivati/cosasono_prodottiderivati.html.

Gráfico 2. Valor Nominal de Contratos Derivados por tipo de usuario. Bancos comerciales asegurados



Fuente: Informe Trimestral de la Oficina de Control de Divisas (OCC: Office of the Comptroller of the Currency) sobre la Actividad Bancaria y Actividades relacionadas con los derivados financieros (Bank Trading and Derivatives Activities) Cuarto Trimestre 2008 - Gráfico 1; <http://www.occ.treas.gov/ftp/release/2009-34a.pdf>.

Los precios crecientes de las viviendas y de muchos activos financieros, por lo tanto, han fomentado una expansión notable de la presencia relativa del sector financiero con respecto a otras variables del sistema económico. El intento de distribuir los diferentes tamaños de riesgos relacionados con el proceso de préstamos, con la intermediación en los mercados de cambio y en las bolsas de valores, ha estimulado la capacidad innovadora de los empleados de las instituciones financieras, muchas de las cuales se han convertido en compañías transnacionales. La confianza incondicional en los ajustes del mercado ha producido un descuido bastante generalizado de la prudencia y el con-

trol que deben balancear el crecimiento de las operaciones de riesgo, ya que el fuerte mensaje de desregulación se extendió a los mercados financieros, disminuyendo las barreras de las reglas institucionales y de autocontrol. También influyó el gran número de veredictos positivos¹¹ emitidos por Agencias Calificadoras de Riesgo (ACR).

El dinero barato, el acceso fácil al crédito y el número reducido de empresas declaradas en bancarrota podrían complementar el comportamiento positivo de la economía real de los Estados Unidos, habilitada también a avanzar con una serie ininterrumpida de déficits de cuenta corriente en la balanza de pagos, gracias al respaldo financiero, sobre todo, de los países productores de petróleo y de China. Por lo tanto, los bancos y la mayoría de las instituciones financieras se sintieron alentadas a extender los límites de su actividad crediticia, técnicamente expresada por el índice de apalancamiento¹² ("*leverage ratio*"), lo cual constituyó el entorno de riesgo más benigno que hemos visto en los últimos 20 años¹³.

Un aspecto específico de esta euforia financiera ha sido el gran incremento de préstamos hipotecarios subprime, que involucran a gente que obviamente desea una vivienda pero posee un patrimonio¹⁴ insuficiente para poder acceder a ésta. De hecho, la clasificación de los potenciales deudores incluye a aquellos considerados como prime, midprime y subprime. Los últimos han obtenido préstamos con muy altas tasas de interés. El nivel de riesgo derivado de este tipo de operación ha

11 "*Blondinian*" es un término que Caffé usó hace muchos años para describir al "actual orden financiero internacional", haciendo referencia a una expresión que D. H. Robertson usó en sus *Essays in Monetary Theory* (King & Son, London, 1940). Ver Caffé F., *L'economia contemporanea. I protagonisti e altri saggi*, Studium, Roma, 1984, p.111. Robertson escribe en una nota a pie de página (p. 144) que: "Parece, un poco para mí sorpresa, ser necesario... explicar que Blondin era un famoso equilibrista de la última parte del siglo diecinueve". Es nuestra intención, por supuesto, recordar esta idea como aplicable a los mercados financieros contemporáneos.

12 El índice de apalancamiento puede ser definido como los pasivos totales de una firma (*liabilities*) divididos por el patrimonio neto de los accionistas, D/E, donde D representa a los pasivos y E el patrimonio neto; es claro que cuanto más grande el índice, más riesgosa es la posición del agente bajo consideración.

13 *Confessions of a Risk Manager*, "The Economist", August 9th 2008, p. 68.

14 Aunque el mercado de la vivienda es el más relevante, no debería pasar por alto el hecho de que las personas *subprime*, empleados en los segmentos más débiles del mercado laboral y desprovistos de activos patrimoniales, han recibido créditos para comprar un auto, una computadora u otros productos electrónicos, etc.

impulsado, en gran medida, al mercado de derivados, a través del cual todas las instituciones crediticias han tratado de distribuir los riesgos entre otros operadores financieros (bancos, compañías aseguradoras, fondos de cobertura -*hedge funds*-, fondos de pensiones, etc.) y también a ahorristas individuales¹⁵.

A pesar de varias crisis financieras que ya han ocurrido en el pasado, muchos expertos y personas en posiciones importantes en organizaciones privadas y públicas han considerado que la enorme cantidad de activos y pasivos financieros es compatible con el funcionamiento de los mecanismos del mercado. La teoría de la "banca libre", según es expuesta por uno de sus partidarios, puede resumirse de la siguiente forma: "Mientras la mayoría de los economistas han creído por mucho tiempo que la intervención del gobierno es necesaria para salvaguardar al sistema bancario, él argumenta que dicha intervención no es sólo innecesaria, sino también definitivamente contraproducente. El *laissez-faire* financiero sería seguro y establey la intervención del gobierno en realidad debilita a las fuerzas del mercado que le otorgan esas características"¹⁶. Se pueden hallar citas similares en muchas de las fuentes bibliográficas más recientes porque, como se ha observado, la confianza casi incondicional en la interacción entre la oferta y la demanda ha inspirado las "reglas del juego" en los últimos treinta años.

También es verdad que un enfoque más problemático ha surgido más recientemente¹⁷, y vale la pena, particularmente, prestar atención al ca-

15 Tan solo como un signo de la importancia adquirida por esta parte de la economía en los Estados Unidos, podemos citar parte de un documento emitido por una de las más respetadas organizaciones internacionales: "El alto precio de las viviendas y la carga de la deuda de las familias fueron identificados como fuentes importantes de riesgo para las perspectivas de crecimiento futuro, aún cuando surgieron signos de evidencia de que el mercado inmobiliario se estaba enfriando. Una cuestión importante para la Reserva Federal fue discernir si tales hechos requerían respuestas por parte de una política monetaria más restrictiva que en el pasado, dado que las viviendas podrían haberse sobrevaluado significativamente". Ver Bank for International Settlements (BIS), *76th Annual Report 1 April 2005-31 March 2006*, Basle, 26 June 2006, p. 61. Esta frase es útil para comprender el giro de la Reserva Federal hacia tasas de interés más altas a partir de el año 2004 [ver Gráfico 1]

16 Este partidario es K. Dowd; ver "The Case for Financial Laissez-faire", *Economic Journal*, vol. 106, no. 436, May 1996, p. 677.

17 Kose M. A. y otros, *Financial Globalization: A Reappraisal*, Centre for Economic and Policy Research, Discussion Paper no. 5842, September 2006.

so de algunas instituciones influyentes tales como el Banco de Italia. Su director, Draghi, escribió con respecto a los derivados financieros: "Ellos pueden, sin embargo, convertirse en causa de inestabilidad si son utilizados por los intermediarios para incrementar la toma de riesgos, y no para cubrir los riesgos existentes. Dichos derivados financieros pueden también afectar el *modus operandi* de los bancos que los usan. Si aquellos que otorgan un préstamo transfieren parcialmente el riesgo a otros, el incentivo para seleccionar la calidad de los deudores puede disminuir. Una señal de esto es el incremento de *defaults* en el mercado hipotecario de los Estados Unidos, donde es común la transferencia de riesgo"¹⁸. No se puede ignorar, finalmente, que los protagonistas de esta securitización del sistema económico internacional contemporáneo han sido un gran número de gente inteligente y muy bien paga, que han formado, junto con los altos gerentes de muchas compañías, un sector de privilegio en muchas economías avanzadas.

No es por casualidad que el informe anual emitido por el Banco de Pagos Internacionales (*Banco for International Settlements, BIS*) en el mismo período, después de una argumentación acerca de la crisis financiera previa más significativa en la historia económica, expresaba: "En este contexto, no es probable que ni los bancos ni los mercados sean infalibles en sus juicios. Esto tiene implicancias importantes. La implicancia para los mercados es que deben continuar pensando de manera independiente, ya que simplemente mirarse en el espejo de los bancos centrales puede resultar ser una estrategia peligrosa. La implicancia para los responsables de formular políticas es que deberían continuar trabajando para mejorar la capacidad de recuperación del sistema frente a los inevitables pero inesperados shocks"¹⁹.

Es completamente normal que existan algunas fallas macroeconó-

18 Ver Banca d'Italia, *Considerazioni finali all'Assemblea Generale dei Partecipanti*, Roma, 31 maggio 2007, p. 6 [nuestra traducción]. Mario Draghi fue también Presidente del Foro de Estabilidad Financiera (FEF), convocado por los países del G7 en Abril de 1999 para promover la estabilidad financiera internacional. Debe prestarse especial atención a la tentación, por parte aquellos responsables de otorgar créditos, de incurrir en riesgo moral, mencionada por el Director del Banco de Italia.

19 Ver Bank for International Settlements, *77th Annual Report 1 April 2006-31 March 2007*, Basle, 24 June 2007, p. 140.

micas en una economía de mercado, y sus repercusiones pueden ser limitadas y ajustadas por los mismos mecanismos del mercado, con la ayuda de, ocasionalmente, la intervención estatal. Sin embargo, cuando estas fallas se tornan más intensas y alcanzan a agentes de gran envergadura pertenecientes a un sector crucial de la economía, como el sector financiero, su esparcimiento a través del sistema puede ser inevitable. La secuencia de acontecimientos negativos a partir de Junio de 2007 fue tan relevante que, a pesar de algunas incertidumbres al comienzo, se vislumbraba claramente cómo el mundo enfrentaría una crisis histórica.

Una locomotora extraordinaria, acostumbrada a funcionar casi libremente a alta velocidad en gran parte de la economía mundial, se vio obligada a utilizar sus desusados frenos para no descarrilar. Inicialmente, se registraron grandes pérdidas por parte de dos fondos de inversión (*hedge funds*) administrados por Bear Stearns, un banco de inversiones globales americano, debido a cuotas impagas de préstamos hipotecarios subprime. Algo similar ocurre en Alemania, donde el IKB, un banco especializado en financiación a largo plazo, es también afectado por la crisis, al igual que el BNP Paribas, un banco transnacional líder.

Dos agencias calificadoras de riesgo importantes, Standard & Poor y Moody's, se dan cuenta de la situación y dan comienzo a una profunda revisión de sus clasificaciones, que involucra a muchos activos típicos, *Asset Backed Securities (Abs)* y *Collateralized Debt Obligation (CDO)*, creados en grandes cantidades por el mercado. También sufren daños algunas compañías de seguros atraídas por la cobertura ofrecida por los activos financieros de alto riesgo tales como los derivados de los préstamos sub-prime: las calificadoras de riesgo reducen la categoría de compañías transnacionales reconocidas como Ambac y Fgic. Además, las bolsas de valores, afectadas por la caída en la cotización de las acciones de las compañías financieras, observan un comportamiento similar en muchos otros activos cuando la crisis alcanza el sector real de la economía y una ola de pesimismo desencadena la venta masiva de títulos valores (*securities*).

La lista, especialmente si se extiende a los años 2008 y 2009, podría

extenderse e incluir muchos otros puntos relacionados a todo tipo de operadores financieros, principalmente ubicados en Estados Unidos pero también en otros países, y es difícil marcar el momento exacto que puede convertirse en símbolo de esta crisis global²⁰. Por cierto, deseamos mencionar tres casos, entre tantos otros, solo para mostrar algunas señales del colapso del sistema financiero americano y también de las decisiones contradictorias tomadas por las autoridades americanas, bajo el liderazgo de George B. Bush, defensor acérrimo de la economía de mercado.

La primera se refiere a dos compañías, Fannie Mae y Freddie Mac, privadas pero con apoyo gubernamental, y a la vez muy activas en el sector de préstamos hipotecarios. Arrastradas a sufrir grandes pérdidas como consecuencia del colapso en ese sector crediticio, reciben una enorme ayuda por parte del Tesoro, que se convierte en un accionista importante de las compañías: un tipo de intervención inesperada por parte de una administración republicana. De hecho, el gobierno de Bush parece más alineado con su reputación liberal cuando, muy brevemente, Lehman Brothers, ante todo un banco de inversiones transnacional, es abandonado a su suerte y quiebra, hecho considerado por algunos como el fracaso financiero más importante en la historia mundial. Sin embargo, después de un intervalo de algunos días, el gobierno regresa al intervencionismo comprando consistentemente acciones de una importante compañía aseguradora, American International Group (AIG): evidentemente, la quiebra de una compañía muy activa en el campo de las operaciones financieras, despierta dudas acerca de las repercusiones concretas no solo los Estados Unidos sino también en los mercados financieros internacionales.

Lo que puede esperarse en este contexto es una "contracción crediticia" (*credit crunch*)²¹ con consecuencias que se esparcen en todas direcciones y se evidencian en una tendencia generalizada al "desapalanca-

20 De hecho alguien ha avanzado en su propuesta: "El estallido de la crisis puede fijarse oficialmente en Agosto de 2007. Esto fue cuando los bancos centrales tuvieron que intervenir para brindar liquidez al sistema bancario". Ver Soros G., *The New Paradigm for Financial Markets. The Credit Crisis of 2008 and What it Means*, Public Affairs Ltd., London, 2008, p. XIII.

21 Ver "The Economist", August 9th 2008, p. 63 y ss.

miento": se detiene casi por completo el flujo de créditos de todos los tipos de instituciones financieras a empresas y a consumidores privados; el crédito interbancario también sufre tensiones; recaudar dinero a través de las bolsas también se torna muy difícil y el saludable portafolio de inversiones de los ahorristas individuales y de muchos otros intermediarios financieros es afectado por los "activos tóxicos".

Por otro lado se registran todo tipo de intentos generados por el regreso de un intervencionismo reafirmado por los hacedores de políticas, una vez por convicción y otra por desesperación. La necesidad de evitar una aterradora corrida bancaria por parte de los depositantes que abriera el camino a un colapso sistémico más profundo, y el intento de limitar los efectos negativos sobre el crecimiento real y el empleo, son algunas de las previsiones tomadas a nivel nacional, regional e internacional (ver 4)

3. Lo que se puede aprender de la Gran Crisis de 1929

3.1. Desde la Crisis al *New Deal*

No es difícil recordar a la crisis de 1929 con el mote clásico de "martes negro", recordando el día 29 de Octubre en que se vendieron más de dieciséis millones de acciones y cuyo valor cayó otros diez billones de dólares²². Además de este día simbólico, la Gran Depresión también había sido precedida por un largo período de éxito de la economía estadounidense, llamada a ser líder mundial sustituyendo a Gran Bretaña, exhausta por el gran esfuerzo demandado por la Segunda Guerra Mundial.

Por supuesto, las cantidades y calidades estuvieron estrictamente conectadas al funcionamiento de las instituciones económicas del mo-

22 Realmente, una "semana negra" comenzó a partir del jueves previo, el 24 de Octubre. Las cantidades pueden diferir entre una fuente y otra, pero las pérdidas fueron ciertamente inmensas. Entre la vasta bibliografía dedicada a la Gran Crisis, vale la pena mencionar a los trabajos escritos por el presidente en ejercicio de la Reserva Federal: Bernanke B., *Essays on the Great Depression*, Princeton University Press, 2005.

mento. Sin embargo, es posible detectar signos de mal comportamiento de muchos operadores: bancos e instituciones financieras, no claramente distinguibles en su funcionamiento²³; ahorristas individuales, reguladores, etc. Esos años fueron testigo de un auge especulativo, promovido por el acceso fácil al dinero por parte de gente atraída por la oportunidad de obtener grandes ganancias especulando en Wall Street, la cual se había convertido en la bolsa de valores más importante del mundo. Por otro lado, no parece posible identificar en aquel contexto la situación extremadamente peligrosa representada por los créditos hipotecarios subprime de la reciente crisis. Al mismo tiempo, una vez más el mercado de la vivienda desempeñó un rol significativo en la creación de una burbuja económica con alto riesgo de explotar: después de una serie de altos y bajos, a final de Octubre de 1929, una caída decisiva en el precio de las acciones abrió el camino a muchos años de depresión en los Estados Unidos y en otros sitios²⁴.

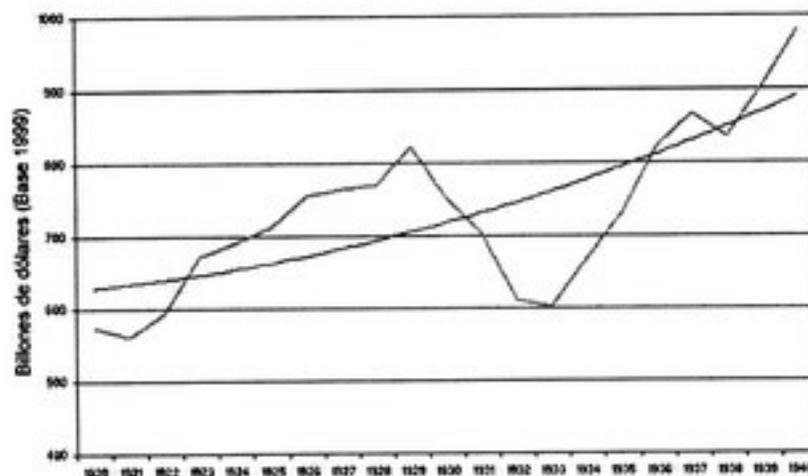
No es necesario hacer hincapié en la cantidad de datos que pueden brindar información sobre la caída significativa de los principales indicadores macroeconómicos de la performance real de un sistema económico, a la vez que los precios eran empujados hacia abajo por un proceso deflacionario que se evidenciaba en una tasa de variación negativa de los precios durante todos los años comprendidos entre 1929-1932, con un pico de -15,3% en 1931. Al mismo tiempo, 13 millones de personas perdieron su empleo, el PBI cayó alrededor de 30 % entre 1929 y 1933, y casi en el mismo periodo la producción industrial cayó aproximadamente un 45%, mientras que la construcción de viviendas registró un pico negativo de 80%.²⁵

23 Miles de instituciones financieras, principalmente bancos, quebraron durante la Gran Depresión.

24 Como es de esperar muchos obras han tratado de relatar la historia de la Gran Depresión; se puede mencionar entre otros a: Brooks J., *Once in Golconda. A true Drama of Wall Street 1920-1938*, Harper & Row, New York, 1969; Galbraith J. K., *The Great Crash 1929*, Penguin Books, Harmondsworth, 1961 (1954); Klingaman W. K., *1929: The Year of the Great Crash*, Harper & Row, New York, 1989.

25 Muchas fuentes proveen información acerca de la Gran Depresión, por ejemplo, Chandler L. V., *America's Greatest Depression*, Harper & Row, New York, 1970; Mitchell B., *Depression Decade: from New Era through New Deal, 1929-1941*, Rinehart, New York, 1947. No debería olvidarse tampoco el gran número de suicidios que se cometieron en ese periodo. Se han brindado diferentes

Gráfico 3. PBI- Patrón anual y tendencia a largo plazo, 1920-40, en billones de dólares constantes



Fuente: basada en información hallada en Susan Carter (ed.), *Historical Statistics of the US*, (2006), Series Ca9.

Solo a final de la década, el PBI pudo retornar al nivel que el país había logrado antes de la crisis, como puede verse en el Gráfico 3. Con referencia a este resultado se puede leer la siguiente evaluación equilibrada del *New Deal* en un artículo publicado por "The Economist": "Si el criterio es utopista, los logros del New Deal parecen pequeños.... Si el New Deal no se compara con el estándar absoluto de la utopía, sino con los logros de otros gobiernos, el juicio adverso anterior debe ser modificado. Si se compara ya sea con la performance o la promesa de sus rivales, sale airoso. Si sus logros son comparados con la situación que enfrentó en marzo de 1933, es un éxito sorprendente"²⁶.

Es interesante dedicar algunas reflexiones al comportamiento de los generadores de políticas que fueron llamados a enfrentar un evento negativo completamente inesperado. No deberíamos olvidar que el humor

números y opiniones al respecto; ver Galbraith J. K., *The Great Crash...*, cit., 148-52 y http://fat-hersforlife.org/suicides/US_suicide_deaths.htm.

²⁶ Ver *The New Deal. An analysis and Appraisal*, "The Economist", 1937, p. 147.

reinante favorecía fuertemente a las fuerzas del mercado, sin ningún antecedente para una política macroeconómica definida en términos de objetivos e instrumentos. Dentro de este contexto, ya ha existido una contradicción, porque la mayoría de los países, incluso los Estados Unidos, estaban dispuestos a traicionar el principio de libre comercio aplicando medidas proteccionistas cuando consideraban necesario defender la balanza de pagos y la producción local.

Ocurrió, entonces, que la ley arancelaria Smoot-Hawley (*Smoot-Hawley Tariff Act*) fue aprobada por el Congreso en Junio de 1930, reforzando las barreras ya existentes contra las exportaciones competitivas, especialmente las provenientes de firmas europeas. Este impulso proteccionista fue seguido por otros países causando una caída notable en el comercio mundial por muchos años, agravada por la ola de la política de arruinar al vecino (*beggar-my-neighbour policy*) a través de devaluaciones competitivas.

En realidad, inicialmente, acudir a la tasa de cambio era considerado imposible por un país cuya moneda era uno de los pilares del patrón oro. Solo después de la devaluación de la libra esterlina en 1931, las presiones sobre el dólar abrieron el camino a la devaluación de la moneda americana en 1933²⁷.

Por lo tanto, la única herramienta macroeconómica disponible para el país era la política monetaria. Sin embargo, al restringir la oferta de dinero cuando la crisis comenzó, la Reserva Federal (Fed) abandonó el rol de prestamista de última instancia, mediante el cual hubiera inyectado una dosis de liquidez en un sistema afectado por la caída en la confianza. Esta elección puede ser considerada ampliamente como un factor importante en el giro deflacionario de la economía evidenciado en la caída de más de 20% de los precios en pocos años. La elección cautelosa de la Reserva Federal pareció estar determinada por la influencia de la visión limitada de los miembros de los bancos, ubicados en otros estados descentralizados, y sentados a la misma mesa del Comité de Inversiones del Libre Mercado (*Open Market Investment Com-*

27 Ver Eichengreen B. *The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press, Oxford, 1996.

mittee) con el miembro del Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Cuando el comité tuvo la oportunidad de aumentar la liquidez del sistema, la precaución de aquellos miembros inspiró la decisión final de inyectar dinero de alta potencia en una cantidad considerada inadecuada por expertos del nivel de Friedman y Schwartz²⁸. Y la supuesta capacidad de los mecanismos del mercado de revertir la situación no se evidenció por algunos años más, hasta que Franklin Delano Roosevelt llegó al poder en 1933 y originó el New Deal, una política intervencionista, basada claramente en la falta de confianza en esa capacidad.

La expresión fue usada en el primer discurso pronunciado por Roosevelt²⁹, cuando juró como Presidente, y puede ser considerado como un programa político alrededor del cual congregó a la vasta mayoría de la nación para recuperarla de la profunda crisis económica y social. De hecho, Roosevelt, logró involucrar a un número de intelectuales prestigiosos, reclutados principalmente en las mejores universidades del país y atraídos por el programa reformista. Una característica esencial de este programa fue su enfoque intervencionista que revirtió la actitud *laissez faire* precedente³⁰, escogida particularmente por el antecesor de Roosevelt, Herbert Clarke Hoover. Debido a esto, es imposible determinar el alcance de la influencia ejercida por las ideas de Keynes, que eran ciertamente conocidas en los Estados Unidos pero que no alcanzaron una definición más sistemática sino hasta su Teoría General en 1936³¹.

Se ha escrito que el pensamiento político que inspiró a Roosevelt puede ser rotulado como "liberalismo militante"³², porque afirmaba ex-

28 Ver Friedman M. and Schwartz. *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, 1963, ch. VII. Acerca de este punto ver también Ciocca P., *L'instabilità dell'economia. Prospettive di analisi storica*, Einaudi, Torino, 1987, p.174-5.

29 "Me comprometo a un **nuevo pacto** (*New Deal*) con el pueblo Americano. Esto es más que una campaña política. Es un llamado a las armas" Ver *The Roosevelt Wreck*, "Time", July 11, 1932.

30 Se ha remarcado, sin embargo, la contradicción con esta actitud representada por, la Ley Arancelaria Smoot-Hawley (*the Smoot-Hawley Tariff Act*), que contrasta claramente con los principios del libre comercio.

31 Ver Keynes J. M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London, 1936.

32 Ver Besussi A., *La società migliore. Principi e politiche del new deal*, Mondadori, Milano, 1992; el libro incluye una amplia bibliografía donde la literatura escrita en inglés predomina claramente. De hecho, todo tipo de liberalismo tuvo algunas raíces en la tradición cultural americana que,

plicitamente la intención de remodelar a la sociedad americana dando más voz e ingresos a mucha gente antes marginada. Al mismo tiempo, la ambición consistía en reformar a una sociedad ya gobernada por principios capitalistas con el consentimiento de la mayoría de la clase gobernante.

Desde este punto de vista, una medida muy significativa fue la Ley de Relaciones Laborales nacionales (*Labour Relations Act*), también conocida como la Ley Wagner (*Wagner Act*) en alusión al senador demócrata que la propuso. La ley tenía la finalidad de otorgar a los trabajadores más poderes con respecto a sus empleadores, a través del fortalecimiento de los sindicatos, la introducción de más derechos en la legislación laboral, y la creación de la Junta Nacional de Relaciones Laborales (*National Labor Relations Board*) para supervisar el comportamiento de todas las partes potencialmente comprometidas en los conflictos sociales.

La ley fue aprobada en 1935 y no podía contar con el apoyo de los empleadores, quienes se opusieron fuertemente debilitando el intento de introducir mayor simetría en las relaciones industriales. La posición de los empleadores implicó también una batalla legal a través de apelaciones a la Corte Suprema que dictó sentencia a su favor en algunos casos.

Sin embargo, las primeras intervenciones después de asumir el poder, por ejemplo, la Ley de Emergencia Bancaria (*Emergency Banking Act*) tenían que ver con los sectores monetarios y financieros donde existía la necesidad de restaurar la confianza para reactivar los flujos más importantes entre todos los operadores. Después de un corto periodo de suspensión de las actividades bancarias, se realizó una controvertida selección de bancos, algunos de los cuales fueron dejados a su suerte y quebraron y otros fueron rescatados, se definieron nuevos criterios de comportamiento, se introdujo un Seguro Federal sobre los depósitos, y se alentó a la Reserva Federal a funcionar activamente como prestamista de última instancia³³.

por el contrario, no había visto el surgimiento de una influencia importante del pensamiento socialista.

³³ Ver Nussbaum A., *Storia del dollaro*, Sansoni, Firenze, 1961, pp. 193 ss. Se puede encontrar información importante adicional acerca de la moneda estadounidense durante el periodo del *New Deal* en dicho libro.

La devaluación del dólar fue otra parte de la re-evaluación de la economía nacional, en este caso con repercusiones inevitables en muchos otros países, debido a la influencia sobre la cantidad de liquidez internacional y el precio relativo de los bienes transables, ya que la moneda americana había reemplazado ampliamente a la libra esterlina como principal medio de pago. Hubo luego una caída en el volumen de comercio exterior por más o menos una década, algunas restricciones en el movimiento de personas a través de los países, y una fuerte disminución en la fuga de capitales de los Estados Unidos. Muchas instituciones financieras estaban completa o parcialmente arruinadas. En consecuencia, la crisis, que tuvo sus características más negativas en los Estados Unidos, se desplazó al extranjero alcanzando a muchos otros países y los más afectados fueron aquellos con los ingresos per cápita más elevados³⁴.

La política fiscal constituye un capítulo importante del New Deal porque no puede ignorarse que existía una tradición casi bipartidaria en los Estados Unidos que exigía una política de déficit cero. Roosevelt mismo se mostró inicialmente reticente a poner fin a esta tradición a pesar de su radical enfoque intervencionista. Por lo tanto, en los primeros años de su mandato, la política fiscal era considerada un instrumento para lograr justicia social en vez de propósitos anticíclicos: un signo claro de este punto de vista fue la Ley del Impuesto a la Riqueza (*Wealth Tax Act*), aprobada por el Congreso en 1935 y que apuntaba deliberadamente a suavizar al menos los picos de riqueza en el país. Existió también apoyo generalizado por parte de toda la administración para reducir el nivel de evasión que privó al tesoro de una cantidad importante de ingresos³⁵.

Un avance del rol del Estado Federal en la implementación de la "socialización de las inversiones" Keynesianas fue, en mayo de 1933, el establecimiento de la Autoridad del Valle de Tennessee, una nueva creación legal que intentaba combinar el uso de un bien público como el agua, ubicada en una región específica particularmente afectada por la

34 Ver Cioeca P., *L'instabilità ...*, cit., p. 172 ss., que incluye algunas reflexiones acerca de Italia.

35 Ver Besussi A., cit., p. 154 ss.

crisis, con el interés general del país confiando en algún grado de flexibilidad por parte del gobierno.

Más tarde, hubo un cambio principal en el uso de esta herramienta fundamental de la política macroeconómica como parte de lo que han sido las directrices seguidas por Roosevelt con miras a ganar la batalla electoral para acceder a un segundo mandato. En esta etapa, se ha reconocido la influencia del apoyo de Keynes a una política de gasto deficitario, de hecho ya en vigor anteriormente pero no con la misión explícita de reducir el desempleo a nivel nacional.

Otras decisiones legislativas y administrativas adoptadas en ese período pueden ser consideradas como pilares del *Welfare State* que no era característico de la cultura progresista de los Estados Unidos. Se pueden nombrar tres disposiciones principales que surgen de esta oleada en los años 1935-6: la creación de la *Works Progress Administration* para emplear a millones de personas, la Ley de Seguridad Social (*Social Security Act*) para crear una pensión de retiro federal, y la Ley de Conservación de Suelos y Asignaciones Domésticas (*Soil Conservation and Domestic Allotment Act*) para ayudar a los granjeros³⁶. Junto con ellas, otras medidas dieron origen a una cantidad de organismos públicos identificables por sus siglas tales como la *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)* (Corporación Federal de Seguros de Depósitos), *Federal Crop Insurance Corporation (FCIC)* (Corporación Federal de Seguros para Cultivos), *Federal Housing Administration (FHA)* (la Administración Federal de Vivienda), etc.

3.2. Interpretaciones de la Crisis

La cronología de eventos podría conducir a una explicación causal de la depresión moviéndose desde variables financieras hacia variables reales de la economía. Sin embargo, si analizamos la extensa literatura que surge de la Gran Depresión, no sólo referida a los aspectos económicos, seguramente encontraremos una variedad de interpretaciones

³⁶ Vale la pena recordar entre estas medidas al salario mínimo como instrumento para defender a los trabajadores más débiles del mercado.

sobre la cadena de causalidad así como también de la implicancia, positiva o negativa, del impacto de la política intervencionista de Roosevelt. De hecho, si se acepta la idea del "Martes Negro" (29 de Octubre de 1929) como punto de partida de la crisis, a primera vista, no es apropiado hablar de los precios de las acciones simplemente como variables financieras, ya que, cualquiera sea el perfil del mercado, los precios de las acciones deberían reflejar, en algún grado, los movimientos de los valores reales de la economía.

Aunque podría parecer una manera simplista de abordar dicha literatura, pensamos que es posible distinguir de entre los estudiosos que han tratado el tema de la "Gran Depresión" a aquellos que, alejándose del marco del libre comercio, han tratado de reducirla a un episodio desgraciado incapaz de destruir la creencia sustancial en el funcionamiento adecuado de los mecanismos del mercado. En este caso, pero no exclusivamente en éste, es posible notar una visión escéptica del impacto de la política del New Deal de Roosevelt.

Por otro lado, existieron diferentes explicaciones propuestas por la *familia intervencionista*, quien además de generar una imagen positiva del *New Deal*, identificó algunas debilidades en la operatoria normal del capitalismo americano, que requiere, por lo tanto, una mayor o menor dosis de intervencionismo para lograr una mayor estabilización³⁷.

Schumpeter puede considerarse como un economista profundamente convencido de la capacidad que tiene de un mercado capitalista de recuperar la tendencia al crecimiento, aunque esté caracterizada por un sendero cíclico inmanente³⁸. Entonces la erupción de un evento como la Gran Depresión puede esencialmente explicarse a través de la existencia de un número de eventos exógenos capaces de producir shocks más allá de los altos y bajos fisiológicos de un sistema capitalista.

Schumpeter tuvo la idea de asimilar la Gran Depresión a otras experiencias cíclicas -1825 y 1873- que habían sido superadas sin una in-

37 Y suscitar dudas acerca de la principal *experiencia nacional* del capitalismo ha significado para muchos, por supuesto, generar dudas acerca del capitalismo en sí mismo.

38 Es útil recordar que Joseph Alois Schumpeter realizó una contribución importante a la teoría de los ciclos (*trade cycle theory*); vea, por ejemplo, su *Business Cycles. A Theoretical Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, 2 vol., McGraw Hill, New York, 1939.

tervención significativa por parte del estado. Por supuesto, podrían existir diferentes factores causales y Schumpeter enumeró algunos dividiéndolos, poco convincentemente, en endógenos y exógenos³⁹.

Los primeros factores pueden ser localizados en la visión subyacente de Schumpeter acerca del crecimiento en un sistema capitalista, donde el rol errático de la innovación es decisivo para determinar la aceleración y la desaceleración de la economía.

Entre los factores exógenos, de hecho, él incluye algunos como el relajamiento en la administración bancaria, la difundida manía especulativa y el exceso de endeudamiento en toda la economía que son difíciles de clasificar como simplemente exógenos. Lo mismo es válido para otros aspectos emergentes del contexto internacional: la crisis agraria, el imprudente cálculo de las reparaciones de guerra, la mayor presencia de movimientos de capitales desestabilizadores y la creciente rigidez de precios y salarios.

Schumpeter pone gran énfasis en la dimensión del gasto público en los Estados Unidos, asignado a obras públicas en todos los niveles en la fase de expansión previa. Sin embargo, su afirmación no está respaldada claramente por la evidencia. Al mismo tiempo, Schumpeter subestimó los efectos de la política monetaria en el agravamiento de la depresión, porque no fue, en su opinión, tan restrictiva como ha sido ampliamente considerada (ver p.9).

De acuerdo a Schumpeter, por lo tanto, siendo los ciclos inherentes a la dinámica de un sistema capitalista, no pueden ser considerados signos de enfermedad que requieran algunas correcciones por parte del estado, ya que las fuerzas endógenas de la economía están en condiciones de recuperar una tendencia positiva después de un declive temporario. Un experimento contrafactual, como desearían los economistas, no puede ser realizado y por lo tanto existe un margen para creer, a tono con Schumpeter, que un enfoque liberal más tradicional podría ser adecuado para superar una gran crisis, como ocurrió en los otros casos mencionados muchas décadas antes.

39 El enfoque de la visión Schumpeteriana está en gran parte basada en Franzini M., *Le teorie economiche e la grande depressione*, Kappa, Roma, 1984, cap. 1.

Además de este inevitable punto de vista que representa una de las principales corrientes en una de las interminables discusiones entre los economistas, existe la percepción de alguna inconsistencia en la reducción, *ad unum*, realizada por Schumpeter, de todos los ciclos. Como hemos visto anteriormente, él mismo había señalado la presencia de muchos factores característicos de una crisis, interna y externa, en el caso de 1929, de tal forma que, como veremos, su propio análisis puede respaldar distintas explicaciones.

Sin embargo, solo considerando las elecciones hechas por las autoridades monetarias, hemos mencionado (ver p.9) la posición expresada por Friedman y Schwartz, quienes no sólo tildaron de restrictivas a las decisiones adoptadas por la Reserva Federal en los años cruciales cercanos al estallido del "Martes Negro", sino que consideraron a tal comportamiento como el principal factor determinante de la Gran Depresión. Por lo tanto, podemos comentar cómo, a pesar tener la misma convicción acerca de la solidez de una economía de mercado, la interpretación causal puede ser profundamente diferente: Schumpeter, por un lado, tratando de esbozar un enredo complejo de factores explicativos, y Friedman y Schwartz, por el otro, tratando de aislar las variables monetarias discrecionales como el principal elemento exógeno y desestabilizador⁴⁰.

Es interesante notar que Keynes mismo, escribiendo en aquel tiempo⁴¹, se expresa en contra de la política de la Reserva Federal que causó un incremento en las tasas de interés considerándola particularmente

40 Debe decirse que Friedman y Schwartz proporcionaron una cantidad de evidencia empírica para respaldar su posición en el libro ya citado.(ver n. 27) y también que, antes de ellos, un punto de vista similar con respecto a la política de la Reserva Federal en esos años había sido adoptado por otros estudiosos: Ver Currie L., *The Supply and Control of Money in the United States*, Harvard University Press, Cambridge, 1934 and Warburton C., *Monetary Theory, Full Production and the Great Depression*, "Econometrica" (1945). Un punto de vista convergente fue expresado luego en: Lundberg E., *Instability and Economic Growth*, Yale University Press, New Haven, 1968.

41 Ante todo, ver Keynes J. M., *A Treatise on Money*; reimpresso como vol. V y VI en Moggridge D. (ed.), *The Collected Writings of J. M. Keynes*, MacMillan, London, 1979 (1930). Otros escritos sobre el mismo tema se pueden hallar en esta obra monumental editada por Moggridge. Acerca de la evolución intelectual de Keynes desde el *Tratado* a la *Teoría General*, ver Moggridge D., *From the Treatise to the General Theory: An Exercise in Chronology*, "History of Political Economy", vol.V, Spring 1973.

imprudente. Sin embargo, aunque este punto está relacionado, es parte de un enfoque analítico totalmente diferente al de los autores mencionados anteriormente.

En realidad, Keynes intervino, especialmente con su Tratado, cuando estaba aún en búsqueda de una teoría macroeconómica más avanzada y completa que salió a la luz con su "Teoría General" en 1936 (ver n.30). Al mismo tiempo, ya estaba convencido acerca de los límites estructurales de una economía de mercado que era necesario desplazar por medio de intervenciones apropiadas por parte de aquellos encargados de formular políticas. Como Keynes no era partidario de la idea de la existencia de un estado determinista de la naturaleza que gobierna la evolución de la economía, ha sido posible escribir que: "La lección de Keynes conduce, de hecho, no a enumerar contradicciones insolubles o a la anticipación de catástrofes, sino a la búsqueda de formas capaces de hacer efectiva la implementación de posibles mejoras sociales"⁴².

Además, en el fondo de su análisis crítico, existe la tendencia deflacionaria impuesta en la economía a través del retorno apresurado al patrón oro en los años veinte, las limitaciones sobre el flujo de capitales internacionales derivados de las Reparaciones de Guerra, los progresivos intentos de reducir los sueldos; luego, las mayores altas tasas de interés generadas por la cautela de la Reserva Federal con respecto a la oferta de dinero, la cual seguramente deprimirían aún más los *animal spirits* de los *entrepreneurs* emergentes de lo que Keynes veía, razonando de un modo Wickselliano⁴³, como una caída en la tasa de interés natural, es decir el punto de equilibrio entre el ahorro y la inversión.

El énfasis puesto por Keynes en lo que él consideraba errores en la política monetaria, estuvo acompañado, de hecho, por la atención prestada al mal comportamiento de las instituciones financieras y a las debilidades de la economía real, afectada por el debilitamiento de la anterior ola de innovaciones y acumulación de capitales⁴⁴. El cuadro de la

42 Ver Caffé' E., *L'economía keynesiana e la política económica*, "Rassegna Economica", 1975, p. 853 (nuestra traducción).

43 Wicksell acostumbraba a argumentar refiriéndose a una tasa de interés "monetaria" y a otra "natural". Keynes no había llegado aún a reafirmar su propia idea de equilibrio entre ahorro e inversión alcanzado a través de variaciones en el ingreso.

44 De acuerdo a Franzini, por otro lado, Keynes omitió, cuando escribió acerca de la *Great De-*

Gran Depresión, bosquejado en los escritos de Keynes, representó en realidad una interpretación específica de aquel evento.

Es ciertamente posible incluir el análisis de la Gran Depresión hecho por Minsky entre aquellos que parten de la idea de Keynes acerca de la existencia de una inestabilidad intrínseca al capitalismo. Es también verdad que Minsky ha llevado a cabo su trabajo en un estilo original⁴⁵ que erige al sistema financiero en el centro de esa inestabilidad.

Esto está alineado con las necesidades de una economía que busca la expansión de las instituciones financieras y de todo tipo de activos y pasivos para enfrentar los requerimientos cambiantes de ahorristas y de inversores. Al mismo tiempo, es fácil comprender que las personas e instituciones que operan en el mercado financiero deben tomar una cantidad enorme y creciente de decisiones. Dichas personas e instituciones pueden diferir en cuanto a sus expectativas para el futuro, en su actitud hacia el riesgo y la incertidumbre, o en cuanto a ser deudores o acreedores que registran ganancias o pérdidas en la cuenta capital.

Esta red compleja de agentes debería poder operar bajo las reglas del mercado, provistas por los responsables de formular políticas, y bajo la supervisión más o menos precisa de las instituciones públicas. Todo aquello podría, por otro lado, estar expuesto a crisis parciales en algún que otro lugar, siempre tendientes potencialmente a convertirse en generalizadas o sistémicas. De acuerdo a Minsky, los años de prosperidad en Estados Unidos durante la década del veinte también fueron testigos de un gran incremento de las deudas del sector privado, que se

pression, la contribución a la caída en la producción debido a la caída en el consumo real. Entonces, puede ser que el mismo Keynes no haya definido con exactitud el rol del consumo como un componente más estable de la demanda efectiva. Ver Franzini M., *Le teorie economiche ... cit.*, p. 67-9.

45 En efecto, Minsky ha mencionado a Keynes y también a Simons, Clark, Hart y Fisher como integrantes del grupo de economistas que habían inspirado su investigación. Minsky, quien puede ser clasificado como un economista post-Keynesiano, ha dedicado muchos trabajos a este tema; ver, entre ellos, Minsky H. P., *The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behaviour of the Economy*, en Kindleberger C. P. y Laffargue J.P. (eds.), *Financial Crisis, Theory, History, and Policy*, Cambridge University Press, Cambridge, 1978; id., "Finance and Profits, the Changing Nature of Business Cycles", *The Business Cycle and Public Policy, 1929-1980*, Joint Economic Committee, Congress of the United States, United States Government Printing Office, Washington D.C. 1980; reimpresso en id., *Can "It" Happen Again?*, Sharpe, Armonk, 1982.

tornaron más onerosas debido al comienzo de un proceso deflacionario en el país.

En estas circunstancias, era posible que se produjera una crisis de liquidez, ya que muchos agentes económicos necesitaban un reordenamiento de su situación financiera, y ya que también estaba operando en un sentido depresivo un "efecto riqueza" negativo generado por la caída en los precios de las acciones. Por supuesto, los mecanismos por los cuales la crisis se extiende a través del sector financiero y luego, fuera de éste, a las actividades reales, deben ser explicados. Esto ha sido el tema de investigación de Minsky, cualquiera sea la opinión acerca de ésta. Además, debería recordarse que el mensaje implícito o explícito que surge de sus obras se manifestaba a favor de algunas reglas efectivas para la prevención y corrección de los errores de los mercados financieros⁴⁶.

Galbraith, por su parte, es reconocido como un economista consciente de los cambios que pueden ser descubiertos en las instituciones y en el funcionamiento del sistema capitalista que ha dominado los últimos siglos⁴⁷. Él ha prestado particular atención a la evolución, partiendo de un modelo smithiano-pretiano del capitalismo basado en una miríada de firmas pequeñas dirigidas por *entrepreneurs* muy activos que enfrentan un mercado de trabajadores aislados a un modelo de grandes empresas dirigidas por un grupo de gerentes, por un lado, y grandes grupos de trabajadores organizados por sus sindicatos, por el otro⁴⁸.

Un capitalismo, entonces, donde el rol esencial jugado por los precios flexibles del mercado (incluidos los salarios) en la sustentación de una estabilidad considerable para el sistema, ha sido reducido por la intervención de actores nuevos e importantes que han producido rigideces en el mecanismo de los precios, originando procesos de ajuste basados en la variación de cantidades en vez de en los precios: un nuevo escenario que Keynes ha intentado interpretar con su Teoría General.

46 Ver Caffè F., *L'eredità intellettuale keynesiana e gli odierni problemi mondiali*, en *id.* . *In difesa del "welfare state"*, Rosenberg & Sellier, Torino, 1986, p. 102 s.

47 Ver Galbraith J. K., *The Affluent Society*, Hamilton, London, 1958, and *The New Industrial state*, Hamilton, London, 1967.

48 En "*The New Industrial State*", el factor tecnológico juega un rol fundamental en la expansión de las así llamadas "tecnestructuras" (*ibidem*, cap. VI).

No es sorprendente, por lo tanto, que Galbraith haya escrito una monografía sobre la experiencia americana, que ha cuestionado en gran medida la capacidad de un mercado gobernado por la oferta y la demanda de evitar una crisis profunda⁴⁹. Sin embargo, enfrentado con la ambición de exponer su propia opinión sobre los factores causales de la depresión, Galbraith ha considerado que varios de ellos están relacionados al comportamiento de muchas instituciones públicas y privadas.

Dichos factores aparecerán en su monografía al examinar su clasificación en factores internos y externos. Sin embargo, Galbraith pensaba que, finalmente, los internos eran más importantes para explicar lo que él veía como un quiebre estructural en el capitalismo americano de la primera década posterior a la Primera Guerra Mundial. Al recorrer su lista no es sorprendente observar la presencia de elementos ya señalados por otros estudiosos. Este es el caso, por supuesto, del presunto exceso de especulación común a individuos, bancos y firmas al asumir altos riesgos. Desde este punto de vista, es posible para Galbraith hablar de mala administración de las firmas industriales y financieras, ineficiencias en el sistema bancario y demasiados préstamos especulativos.

Además, Galbraith no ignora el aspecto negativo de la distribución injusta del ingreso típica de cualquier sistema capitalista, aún en períodos de prosperidad, cuando un creciente ingreso nacional puede ofrecer la oportunidad de aumentar los ingresos de muchas personas, lo cual es, al mismo tiempo, compatible con una distribución de ingresos más desigual en cualquier país.

Esto puede representar un problema social, ya que puede afectar la cohesión de la sociedad, pero también puede ser considerado un problema económico, porque una distribución del ingreso injusta puede alterar el círculo virtuoso de ingresos monetarios entre empresas y hogares con la subsiguiente caída en la producción real⁵⁰.

Entre esos factores que él consideraba internos, Galbraith no omite

49 Ver Galbraith J. K., *The Great Crash* ..., cit.

50 Como veremos próximamente, la distribución del ingreso juega un rol fundamental en el razonamiento de los académicos subconsumistas. En este caso, como en el de Galbraith, nos referimos a la distribución de ingresos entre las clases sociales (distribución funcional de ingresos). Cualquier cuestión en este campo está obviamente conectada a la distribución personal de ingresos, medida a través de algunos índices tales como el Coeficiente de Gini.

las deficiencias de la política económica sugeridas por la cultura económica de aquel tiempo. Por una parte, una más cautelosa política en lo referido a la oferta monetaria; por la otra, en lo referido a la política fiscal, por el cumplimiento del equilibrio presupuestario (ver 3.1).

Finalmente Galbraith llama nuestra atención acerca de los factores externos. Uno de ellos, está ligado a la obra pionera de Keynes, donde ha desafiado a la sabiduría económica del Tratado sobre las Reparaciones de Guerra (*Treaty on War Reparations*), por las distorsiones que podría crear en el normal funcionamiento de la balanza de pagos entre países acreedores y deudores⁵¹. En realidad, la economía americana había sido llamada a contribuir sistemáticamente al financiamiento de Francia y Alemania, que tenían déficits en sus balanzas de pago, y este desequilibrio se había convertido en una debilidad en el sistema de pagos internacionales.

Al mismo tiempo, y éste es el segundo factor externo de acuerdo a Galbraith, los Estados Unidos no habían asumido el rol de país líder en aquel sistema, que aún estaba intentando encontrar un nuevo patrón después de la caída del patrón oro con epicentro en Londres como consecuencia de la Primera Guerra, y el confuso intento de construir un patrón cambio oro después del conflicto.

La obra de Galbraith puede carecer de una descripción orgánica convincente de la Gran Crisis que explique las conexiones entre todos estos factores críticos, pero es rica en ideas y percepciones aunque evasiva acerca de hacer sugerencias y dar recetas para el futuro.

Dentro de una visión más amplia de los que aún pueden considerarse como problemas en la distribución del ingreso, vale la pena mencionar el énfasis puesto por Lewis en el deterioro de la agricultura en términos de precios relativos con respecto a otros sectores durante los años positivos anteriores a la Gran Depresión en los Estados Unidos. En este mismo sentido, se puede mencionar la diferenciación regional dentro del país durante ese período según las obras de Arndt, Lewis y Kindleberger⁵². Además, los mismos autores dedican su atención al contexto

51 Ver Keynes J. M., *The Economic Consequences of the Peace*, Harcourt Brace, New York, 1920.

52 Ver Arndt H. W., *The Economic Lessons of the Nineteen Thirties*, Oxford University Press, Oxford, 1943; Lewis W. A., *Economic Survey, 1919-39*, Allen & Unwin, London, 1949; Kindleberger

internacional, que había mostrado brechas mas grandes entre los diferentes países en el crecimiento del PBI, actitudes proteccionistas crecientes, y las tensiones provenientes de la falta de alternancia entre posiciones positivas y negativas en la balanza de pagos de los principales países. Desde este punto de vista, Kindleberger compartió la opinión de Galbraith con respecto a la falta del rol de un líder internacional, claramente abandonado por Gran Bretaña y no asumido adecuadamente por los Estados Unidos, reticente a operar como prestamista de última instancia.

Finalmente debemos considerar aquella parte de la literatura que, nutrida por el deseo de debatir los grandes temas, intentaba realmente discutir la naturaleza del capitalismo. De hecho, este desafío intelectual ha sido aceptado por muchos académicos, quienes siguiendo diferentes enfoques han considerado al capitalismo como un sistema económico intrínsecamente expuesto a crisis periódicas de todas las dimensiones, incluyendo a los años catastróficos de la Gran Crisis. Puede decirse que esta línea de pensamiento ha llegado a una reivindicación cultural y práctica de la Gran Depresión, que dio lugar a visiones menos arrepentidas del capitalismo.

Los orígenes pueden encontrarse en las contribuciones de algunos economistas del pasado (Malthus, Sismondi, I. A. Hobson y otros)⁵³, quienes han puesto en evidencia la existencia de un problema de realización, es decir de la conversión en efectivo de toda la producción de las compañías, y que también tuvo eco en la tradición keynesiana⁵⁴. En su opinión, en una economía capitalista, esto se debe principalmente a los recursos limitados a disposición de los trabajadores quienes se inclinan a gastar más en bienes de consumo en comparación a otras clases. Si existe una forma de escapar de esta tendencia crónica, se puede encontrar: en Malthus, a través de la presencia de gente privilegiada que disfruta de ingresos no obtenidos a través del trabajo sino de rentas

C. P., *The World in Depression, 1929-39*, University of California Press, Berkeley, 1973. On this, much is due to Ciocca P., *L'instabilità ...*, cit., p. 176-8.

53 Ver Schumpeter J. A., *History of Economic Analysis*, Allen & Unwin, London, 1963, p. 738 ss. y *passim*.

54 En términos Keynesianos se podría hablar de falta de demanda efectiva.

provenientes de su condición de terratenientes; en Hobson, a través de la búsqueda de salidas a mercados extranjeros, introduciendo una de las teorías del imperialismo económico; en otros, más ligados al mensaje de Keynes, a través del rol activo del estado.

La valoración del último enfoque de la Gran Depresión de la cual nos queremos ocupar puede ser más controvertida. Nos referimos a los que adhieren a la "Tesis del Estancamiento" asociada particularmente con el nombre de Alvin Hansen⁵⁵ y combinada con el mismo Keynes. En su caso, y en un esquema lógico, sobresale la relevancia de la inversión privada por sobre el consumo privado, la cual puede expresarse brevemente de la siguiente forma: "...el nivel de producción y empleo como una unidad depende de la cantidad de inversión"... "porque es usual en un sistema complejo considerar como la *causa causans* a aquel factor más propenso a fluctuar amplia y repentinamente"⁵⁶. En realidad, el estandarte de esta teoría, partiendo de la postura de Keynes y Hansen, ha sido especialmente enarbolado por un grupo de economistas: Kalecki, Dobb, Steindl, Baran y Sweezy, entre otros, influenciados por la visión Marxista del estancamiento del capitalismo⁵⁷.

Es interesante señalar que, aún en sus análisis, se atribuye un rol especial a la actividad de las grandes compañías como lo ha hecho Galbraith (ver p.14-5). Sin embargo, en ellos, la creciente estructura oligopólica alcanzada por el capitalismo en los Estados Unidos, es parte de modelos analíticos en los que el "grado de monopolio"⁵⁸ es un determinante importante en la producción de cierta capacidad excedente, el cual es un tipo de malestar del capitalismo moderno, tal como ha sido ampliamente demostrado por la Gran Depresión.

Sólo manteniendo en mente nuestro propósito, se puede notar una

55 Ver Dobb M. , *Full Employment and Capitalism*, in *id.* , *On Economic Theory and Socialism. Collected papers*, Routledge and Kegan Paul, London, 1965 (1955), p. 217.

56 Esta oración, atribuida a Keynes , puede ser encontrada en Harris S. E. (ed.), *The New Economics: Keynes' Influence on Theory and Public Policy*, Dobson, London, 1960, p.191.

57 Una rápida referencia a esta larga trayectoria cultural nos recuerda los efectos de la tendencia de la tasa de ganancia a caer o de la asignación errónea entre sectores productivos.. El libro de Ciocca (ver n. 27) es nuevamente muy útil; p. 77-81 y p. 178-9.

58 Esta es una de las mayores contribuciones analíticas que deben ser reconocidas a M. Kalecki; ver sus *Essays in the Theory of Economic Fluctuations*, Allen & Unwin, London, 1939 and *Theory of Economic Dynamics*, Unwin, London, 1965 (1954).

diferencia entre la investigación hecha por Steindl⁵⁹, por un lado, y por Baran y Sweezy⁶⁰, por el otro. Steindl está comprometido específicamente con proponer su visión teórica del estancamiento que afectó la economía de los Estados Unidos en la década comprendida entre 1930-1939, pero considerándolo después de un intervalo temporal de varias décadas. Esta visión está basada en un modelo de acumulación de capital, respaldado por alguna evidencia empírica, que interpreta a la presencia del New Deal como un evento de menor relevancia para la evolución del capitalismo americano, cuyas causas principales radican en las peculiaridades de la inversión a través del tiempo. La esencia del argumento de Steindl yace en el bosquejo de un sistema económico conducido por su dinámica interna para determinar la capacidad excedente.

Baran y Sweezy, por su parte, basándose en autores marxistas previos, han actualizado la teoría del estancamiento hasta el periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial, cuando los mercados capitalistas, comenzando por el de Estados Unidos, estaban asumiendo paulatinamente un perfil muy lejano al del modelo ideal de competencia perfecta. Por esta razón, después de haber rendido tributo a Kalecki y a Steindl como sus inspiradores⁶¹, ellos introducen un nuevo concepto, el de "excedente económico"⁶², para ser usado en el análisis de un mundo dominado por la presencia de grandes corporaciones.

Este capitalismo puede producir una cantidad creciente de este excedente, en cantidades absolutas y como una parte de la producción nacional, pero la contradicción intrínseca yace en la incapacidad de generar, espontáneamente, una cantidad igual de demanda para absorberlo. Según los dos autores, además de los esfuerzos realizados por las empresas privadas para inducir la demanda de "productos innecesarios" del mercado, la única forma de resolver esta contradicción es el gasto

59 Ver Steindl J., *Maturity and Stagnation in the American Capitalism*, Blackwell, Oxford, 1952.

60 Ver Baran Paul A. and Sweezy P. M., *Monopoly capital. An Essay on the American Economic and Social Order*, Monthly Review Press, New York, 1966.

61 "Y cualquiera familiarizado con la obra de Kalecki y Steindl reconocerá rápidamente que los autores de este trabajo le deben mucho a ellos". *Ibidem*, p. 56.

62 Desde una perspectiva ortodoxa marxista, ellos escriben: "El excedente económico, en su definición más breve posible, es la diferencia entre lo que la sociedad produce y los costos de producirlo". *Ibidem*, p. 9.

público. El gasto militar parece ser, desde un punto de vista político, el más compatible, a pesar de la existencia de muchas necesidades sociales que podrían, sino, ser enfrentadas.

En este contexto, la experiencia del New Deal los asiste, ya que Baran y Sweezy expresan su aprobación de los intentos realizados para incrementar el nivel de gasto público social en aquellos años. Sin embargo, no pudieron brindar evidencias debido a la resistencia de la coalición de intereses personales de todo tipo que logró mantener ese nivel de gasto bien por debajo de lo que era necesario⁶³. Sólo el peligro inminente de una nueva guerra pudo determinar una rápida suba del gasto público para fines militares, que condujo a una caída significativa del desempleo, y que, según los autores, estaba de acuerdo con su opinión.

Se ha señalado, en una crítica al libro, la presencia de algún determinismo pesimista en esta opinión⁶⁴. Sin embargo, debe agregarse que las alternativas decepcionantes a las que habían recurrido los países de socialismo real con sus economías planificadas, tal vez alentarían a Baran y a Sweezy a perseguir nuevas formas de absorber el excedente producido por las empresas capitalistas, en vez de expresar su confianza en una anulación radical de las reglas que dirigen el sistema económico⁶⁵.

4. Lo que hemos aprendido realmente de la Gran Crisis del año 1929

En este momento, el colapso financiero parece haberse detenido. Sin embargo, los signos de aflicción persisten aún en diversos lugares, con un flujo de créditos aún insuficiente para sostener una recuperación

63 "No es que deseemos cuestionar los objetivos de asistencia social que los incrementos en el gasto público del New Deal pretendían servir"; de cualquier modo: "Considerado como una operación de salvataje de la economía de los Estados Unidos en su totalidad, el New Deal fue un claro fracaso". *Ibidem*, p. 160.

64 Ver Caffé F., *Capitalismo monopolístico, Nuovo Stato industriale ed effettiva realtà economica*, in id. id., *Teorie e problemi di politica sociale*, Laterza, Bari, 1970; reimpresso en Amari G. and Rocchi N. (eds.), *Federico Caffé. Un economista per il nostro tempo*, Ediesse, Roma, 2009.

65 "A medida que la revolución mundial se extiende, y los países socialistas muestran con su ejemplo que es posible usar el dominio del hombre sobre las fuerzas de la naturaleza para construir una sociedad racional que satisfaga las necesidades humanas de los seres humanos, más y

considerable y, como ya ha sido mencionado (ver 2.), con muchos operadores (bancos y otras instituciones financieras, empresas y hogares) ocupados en un proceso de "desapalancamiento"⁶⁶.

Desafortunadamente, algunas dificultades de los Estados Unidos no se han solucionado completamente. En las publicaciones recientes del FMI, los autores expresan que el país "está lidiando con el núcleo de la crisis"⁶⁷. Más específicamente, expresan que "... las políticas deben tratar los problemas centrales del sistema financiero: la creciente carga de los activos tóxicos y la incertidumbre acerca de la solvencia de los bancos. Los balances deben ser restaurados, quitando los activos problemáticos e inyectando capital nuevo en forma transparente para así convencer al mercado del retorno de estas instituciones a un estado de solvencia"⁶⁸.

Vale la pena notar este llamado a una política de intervención proveniente de una institución que ha estado en el centro del Consenso de Washington (ver 1.). De hecho, esta buena predisposición hacia la intervención, compartida ampliamente por instituciones nacionales e internacionales, parece marcar una de las diferencias con la actitud de "esperar y ver" elegida por la Administración Hoover en los primeros años posteriores la Gran Crisis. Con respecto a las autoridades monetarias del momento, hemos visto también que el carácter restrictivo de las herramientas utilizadas por ellos ha sido considerado inapropiado por algunos economistas importantes (ver 3.).

Debemos subrayar que la respuesta relativamente rápida a la crisis del 2007, provino de una administración republicana, generalmente inclinada a proclamar su adhesión a las reglas de un mercado libre. Es verdad que también en el período dominado por la "teoría de goteo"

más americanos seguramente cuestionarán la necesidad de lo que hoy dan por sentado. Y cuando esto ocurra en forma masiva, los cimientos más sólidos del actual sistema irracional se desmoronarán y el problema de crear nuevos cimientos se impondrá como una necesidad absoluta" *Ibidem*, p. 367.

66 Un optimismo cauteloso con respecto a los mercados financieros internacionales, incluyendo la tendencia alcista de los mercados bursátiles surge de Draghi M., *Considerazioni finali all'Assemblea ordinaria dei partecipanti*, Banca d'Italia, Roma, 29 Mayo 2009, p. 4-5.

67 Ver International Monetary Fund, *World Economic Outlook. Crisis and Recovery*, Washington, April 2009, p. 63.

68 *Ibidem*, p. 65.

(*trickle-down theory*) hemos visto que, más por pragmatismo que por retornar al Keynesianismo, una serie de déficits presupuestarios anuales habían caracterizado a la política fiscal de los Estados Unidos (ver 1.).

Parece convincente, de cualquier modo, la idea de que el mismo pragmatismo haya conducido a la Administración Bush y a la Reserva Federal a redescubrir instrumentos de una política económica activa, dejada de lado por la ola neoliberal, pero bien registrada en la historia económica, es decir, en los años del New Deal y en muchos libros de texto⁶⁹.

En el escenario aterrador de la mitad del año 2008, una política de dinero barato abrió el camino a flujos de liquidez persistentes, dedicados explícitamente, en alguna medida, al rescate o hasta la supervivencia de instituciones financieras importantes (ver 2). No ha sido fácil, por el contrario, propagar los efectos de esta política monetaria expansiva a través de los mercados, porque los canales de transmisión han estado obstruidos temporariamente por un diferencial creciente entre la tasa de interés oficial en descenso y toda la estructura de las tasas de interés, incluyendo los préstamos interbancarios y los créditos bancarios a empresas y familias.

Esta campaña intervencionista ha sido elegida por los responsables de formular políticas que gobiernan muchos países e instituciones internacionales, con más o menos elementos, dependiendo del diagnóstico específico, las tradiciones y limitaciones de cada uno⁷⁰. Han existido algunos intentos de coordinar esta actividad. Con respecto a la política monetaria, algunos Bancos Centrales han intentado una consulta preventiva antes de implementar la decisión de reducir las tasas de interés y todo tipo de cumbres políticas (bilaterales o multilaterales, tales como el G8 y el G20) también han tratado de evitar elecciones unilaterales sobre las tasas de interés y el comercio internacional.

Evidentemente ha existido una preocupación general por las repercusiones de las profundas perturbaciones financieras en los Estados

69 Podemos incluir justamente, entre otras fuentes de inspiración, la investigación de la Gran Depresión del Presidente de la Reserva Federal, Bernanke, quien estaba bien consciente del riesgo de la propagación de una crisis derivada de un colapso crediticio (*credit crunch*) (ver n. 21).

70 Se puede encontrar una encuesta interesante acerca de las previsiones tomadas por muchas instituciones en: International Labour Office, *The Financial and Economic Crisis: A Decent Work Response*, Geneva, 2009, especialmente cap. 2.

Unidos. En el caso de este país, por su impacto en otros sectores de la economía distintos del financiero, y en otros países, por las repercusiones en todos los sectores incluyendo el financiero. De hecho, este último se ha tornado importante en sí mismo, en términos de empleo y producción casi en todas partes y, además, la extensión de la crisis a otros sitios ha sido inevitable en un mundo donde la interdependencia de las economías nacionales se ha expandido continuamente.

Se puede notar una mayor diferenciación con el mundo de los años de la Gran Depresión en este mayor grado de internacionalización. Por otro lado, otra diferencia con esos años, es la presencia de organizaciones multilaterales importantes (FMI, BM, OMC) que debería regir la interdependencia entre las economías nacionales. La organización que ha tratado de ejercer una función muy positiva ha sido el FMI, que ha participado muy activamente para respaldar a las economías más débiles a través de la distribución de nuevos recursos, procedentes inicialmente de Japón, China y la Unión Europea, entre aquellas economías más débiles, como son algunos países de la Comunidad de los Estados Independientes (Armenia, Georgia y Ucrania), quienes han recibido ayuda financiera para cubrir el déficit en sus balanzas de pago⁷¹.

Estos nuevos recursos han surgido de la última cumbre del G20, llevada a cabo en Londres en Abril de 2009, donde algunos observadores han visto un punto de inflexión en la pirámide del poder mundial con el debilitamiento del liderazgo de los Estados Unidos que ha favorecido el fortalecimiento de la capacidad de opinar de otros países (China, Japón, Brasil, India, etc.), o instituciones regionales tales como la Unión Europea.

Esta reunión fue también importante porque ha registrado un leve giro cultural del unilateralismo al multilateralismo en el funcionamiento de la economía mundial. Esto podría significar que, después de tres décadas bajo el dominio de la "desregulación", nos estamos desplazando hacia: un cambio en la distribución del poder del voto dentro de las principales organizaciones internacionales, especialmente el FMI y el BM; más atención a los problemas relacionados con la distribución del

⁷¹ Ver International Monetary Fund, *World ...*, cit., p. 84.

ingreso entre y dentro de los países; reconocimiento de la función operativa y no solo consultiva del Foro de Estabilidad Financiera (FEF) (*Financial Stability Board - FSB*), creado para "tratar la vulnerabilidad y para desarrollar e implementar fuertes políticas para la regulación, supervisión y otros propósitos con el fin de preservar la estabilidad financiera"⁷².

Debe señalarse, sin embargo, el cambio en el escenario internacional desde la Gran Crisis (*Great Crash*) hasta el presente, en que el Foro de Estabilidad Financiera (FEF) (*Financial Stability Board, FSB*) tiene que encontrar su camino dentro de una red internacional abarrotada de instituciones nacionales, regionales y multilaterales, y debe partir de las ambigüedades, tal vez inevitables, del documento final firmado en la Cumbre del G20: "Nosotros creemos que la única base segura para lograr una globalización sostenible y creciente prosperidad para todos es una economía mundial abierta basada en los principios del mercado, una efectiva regulación, y fuertes instituciones globales"⁷³.

Por el momento, es una señal significativa que la agenda de la primera sesión plenaria del Foro de Estabilidad Financiera (FEF) celebrada en Basilea en junio, incluirá a los *hedge funds* y las compensaciones a ejecutivos. Estos fondos, al igual que otras instituciones financieras, han sido analizados minuciosamente como protagonistas de la reciente crisis. Existe una importante convergencia de opiniones sobre los pagos a ejecutivos, al considerar este aspecto de la distribución de ingresos como una de las principales distorsiones que surgen de la evidencia empírica sobre el comportamiento de los mercados actuales que se caracterizan por la presencia de grandes corporaciones.

Debe agregarse que el aparato técnico, necesario para apoyar una acción mas cautelosa de monitoreo y supervisión de las instituciones financieras, ha logrado importantes resultados. El concepto de stress financiero, por ejemplo, ha dejado de ser una metáfora para convertirse en la base de un "índice de stress financiero", a través del cual se puede

72 Este ente surge de la expansión y consolidación del Foro de Estabilidad Financiera (FEF), también dirigido por M. Draghi (ver n. 17).

73 Ver <http://www.londonsummit.gov.uk/en/summit-aims/summit-communicate>.

realizar análisis empíricos y una regulación "efectiva"⁷⁴.

Podemos notar la presencia de algunas propuestas interesantes en el largo camino a recorrer antes de arribar al nivel de consenso necesario para apoyar la idea de un "Bretton Woods II", donde las "nuevas reglas del juego" para toda la red de relaciones económicas internacionales podrían ser definidas. Primero, el intento de Italia, el país anfitrión de la próxima cumbre del G8 en Julio, de llegar a la definición de un "estándar legal", es decir, un sistema de normas vinculantes para la correcta ejecución de las transacciones financieras y reales. Segundo, en un informe reciente⁷⁵, la Organización Internacional del Trabajo ha descartado la idea de un "Pacto Global para el Empleo" porque, en su opinión, "no será posible reactivar la economía en forma sustentable a menos que se ponga mayor énfasis en el empleo digno y productivo para hombres y mujeres, una bien diseñada protección social y los derechos de los trabajadores".

La incuestionable alusión a un compromiso, que puede ser leída detrás de las palabras "principios del mercado, regulación efectiva, e instituciones globales fuertes" recién mencionadas, es una advertencia en contra de cualquier ilusión de que la crisis ha preparado el camino para un retorno indiscutido a una política económica, claramente consciente de la incidencia de las fallas de mercado en materia de eficiencia y de equidad⁷⁶. Esto no significa que todo tipo de intervenciones recientes a nivel nacional e internacional podrían superar los riesgos de incurrir en

74 Ver: International Monetary Fund, *World...*, cap. 4 and *Global Financial Stability Report. Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk*, Washington, 2009.

75 Ver International Labour Office, *The financial...*, cit., p. x-xi. No podemos dejar pasar la oportunidad de poner nuevamente sobre la mesa, muy resueltamente, la propuesta de otorgarle a los trabajadores del mundo la misma dignidad institucional obtenida, a través del FMI, BM, y OMC, por otras variables económicas que operan en el contexto internacional. Sobre este punto ver Tiberi M., *Poverty...*, cit., p. 379.

76 Una evidencia importante de nuestras preocupaciones surge de la publicación de un prestigioso semanario británico "The Economist". En el editorial *Government and Business in America. Piling on*, Mayo 30, 2009, podemos leer: "Además, aún los defensores más incondicionales del libre mercado, incluyendo este periódico, admiten que tiene deficiencias que solo el gobierno puede tratar. El sistema financiero requiere una supervisión cercana, o la crisis lo desestabilizará" (p. 13). Y luego: "Pero mientras tanto, ellos (la gente de Mr. Obama) están introduciendo nuevas reglas, tales como límites a las compensaciones relacionadas con la performance en bancos que podrían hacer más daño que bien" (*ibidem*).

algunas "fallas de gobierno" en los mismos campos⁷⁷.

Además, es ciertamente verdadero que en el futuro se realizarán más investigaciones sobre las causas de las crisis de 2007 y podemos esperar, tal como se ha visto en el caso de la Gran Depresión (ver 3.2), una variedad de interpretaciones, donde el énfasis en los dos tipos de fallas, así como también en el rol jugado por las variables reales y financieras, variará de especialista a especialista. Por otro lado, la información reproducida en la Tabla 1 muestra el cuadro de una recesión profunda en la economía mundial, particularmente relevante en algunas áreas que incluyen a muchos países desarrollados, combinada con indicios de una modesta recuperación no inflacionaria en la producción y el comercio a partir del año próximo⁷⁸.

Existe, por lo tanto, una buena presunción de que todos los instrumentos, implementados por tantas instituciones públicas están teniendo éxito en evitar la persistencia de la depresión, o peor aún que se transforme en deflación⁷⁹ ya que las consecuencias podrían ser devastadoras para las economías repletas de deudores financieros, comenzando por los Estados Unidos. Aparte de esto, surge suficiente consuelo de la historia económica, de la existencia de un buen equipo de economistas del pasado y contemporáneos y de los valores éticos para continuar con un sabio intervencionismo. Es el momento correcto para poner el neoliberalismo a la defensiva⁸⁰.

77 Un buen tratamiento de las "fallas de mercado y de gobierno" "puede encontrarse en Acocella N., *Economic Policy in the Age of Globalisation*, Cambridge University Press, Cambridge, 2005, cap. 2-5. Nuevamente recordamos los riesgos de incrementar el nivel de riesgo moral, que puede ser elegido por los responsables de gobernar las instituciones financieras y de acostumbrarse a los rescates; ver n. 17.

78 Con respecto a los problemas enfrentados por los economistas en sus pronósticos, ver Visco L., *La crisi finanziaria e le previsioni degli economisti*, Lezione svolta all'inaugurazione dell' Anno accademico 2008-9 del Master in Economia pubblica, Sapienza Università di Roma, 4 marzo 2009, http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri_md/visco_040309/Visco_040309.pdf.

79 Excluyendo a las materias primas, cuyos precios han mostrado, en los mercados internacionales, una volatilidad sorprendente en ambas direcciones, ciertamente parece que el proceso de ajuste opera más a través de cantidades que de precios. Si esta observación aproximada fuese confirmada por un análisis apropiado, podría haber razón suficiente para tomar en cuenta la baja competitividad estructural de muchos mercados nacionales. Un aspecto claramente distintivo de la Gran depresión, comparada con la crisis de 2007, fue una deflación de solo -30% en los años 1930-32 en los Estados Unidos.

80 Y luego, habrá como en el caso del New Deal, argumentos contrafactuales para respaldar la idea de una mejor performance alcanzable a través de ajustes del mercado. Esto puede lograrse invirtiendo los roles en los períodos regidos por las reglas del libre mercado.

Tabla 1. Proyecciones de la Perspectiva Económica Mundial (World Economic Outlook: WEO) Cambio porcentual, a menos que se indique lo contrario.

	Interanual						IV T. / IV T.		
	Diferencia desde enero 2009								
	Proyecciones WEO								
	2007	2008	2009	2010	2009	2010	Estimación	Proyecciones	Proyecciones
Producto Mundial	5.2	3.2	-1.3	1.9	-1.8	-1.1	0.2	-0.6	2.6
Economías avanzadas	2.7	0.9	-3.8	0.0	-1.8	-1.1	-1.7	-2.6	1.0
Estados Unidos	2.0	1.1	-2.8	0.0	-1.2	-1.6	-0.8	-2.2	1.5
Zona del euro	2.7	0.9	-4.2	-0.4	-2.2	-0.6	-1.4	-3.5	0.6
Japón	2.4	-0.6	-6.2	0.5	-3.6	-0.1	-4.3	-2.7	-0.6
Economías emergentes y en vías de desarrollo	8.3	6.1	1.6	4.0	-1.7	-1.0	3.3	2.3	5.0
África	6.2	5.2	2.0	3.9	-1.4	-1.0	...	...	...
Europa Central y Oriental	5.4	2.9	-3.7	0.8	-3.3	-1.7	...	...	...
Comunidad de estados independientes	8.6	5.5	-5.1	1.2	-4.7	-1.0	...	...	...
Rusia	8.1	5.6	-6.0	0.5	-5.3	-0.8	1.2	-4.7	1.0
Asia en vías de desarrollo	10.6	7.7	4.8	6.1	-0.7	-0.8	...	...	...
China	13.0	9.0	6.5	7.5	-0.2	-0.5	6.8	6.9	7.9
India	9.3	7.3	4.5	5.6	-0.6	-0.9	4.5	4.8	5.9
Medio Oriente	6.3	5.9	2.5	3.5	-1.4	-1.2	...	...	...
Hemisferio Occidental	5.7	4.2	-1.5	1.6	-2.6	-1.4	...	...	...
Brasil	5.7	5.1	-1.3	2.2	-3.1	-1.3	1.2	1.1	2.4
México	3.3	1.3	-3.7	1.0	-3.4	-1.1	-1.7	-2.1	2.5
Volumen de comercio mundial (bienes y servicios)	7.2	3.3	-11.0	0.6	-8.2	-2.6	...	...	...
Importaciones									
Economías avanzadas	4.7	0.4	-12.1	0.4	-9.0	-1.5	...	...	...
Economías emergentes y en vías de desarrollo	14.0	10.9	-8.8	0.6	-6.6	-5.2	...	...	...
Exportaciones									
Economías avanzadas	6.1	1.8	-13.5	0.5	-9.8	-1.6	...	...	...
Economías emergentes y en vías de desarrollo	9.5	6.0	-6.4	1.2	-5.6	-4.2	...	...	...
Precios al consumidor									
Economías avanzadas	2.2	3.4	-0.2	0.3	-0.5	-0.5	2.1	-0.1	0.4
Economías emergentes y en vías de desarrollo	6.4	9.3	5.7	4.7	-0.1	-0.3	7.7	4.4	4.0
Tasa LIBOR (London inter Bank offered rate) (porcentaje)									
dólares americanos	5.3	3.0	1.5	1.4	0.2	-1.5	...	...	...
Sobre los depósitos en euros	4.3	4.6	1.6	2.0	-0.6	-0.7	...	...	...
Sobre los depósitos en yens	0.9	1.0	1.0	0.5	0.0	0.1	...	...	...

Fuente: FMI, Perspectiva Económica Mundial. Crisis y Recuperación, Abril de 2009, tabla 1.1 (reproducción parcial)

Referencias

- [1] ACOCELLA, NICOLA (2005): *Economic policy in the age of globalisation*, Cambridge, Cambridge University Press.
- [2] AMARI, GIUSEPPE AND ROCCHI, NICOLETTA (eds.) (2009): *Federico Caffè. Un economista per il nostro tempo*, Roma, Ediesse.
- [3] ARNDT, HEINZ W. (1943): *The economic lessons of the Nineteenth-Thirties*, Oxford, Oxford University Press.
- [4] ATKINSON ROBERT D. (2000): "Myths of the New Economy. Getting the parameters of change right", *New Economy*, vol. 7 (1), March.
- [5] BANCA D'ITALIA (2007): *Considerazioni finali del Governatore Mario Draghi all'Assemblea ordinaria dei partecipanti*, Roma, 31 maggio.
- [6] BANCA D'ITALIA (2009): *Considerazioni finali del Governatore Mario Draghi all'Assemblea ordinaria dei partecipanti*, Roma, 29 maggio.
- [7] BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (Bis) (2006): *76th Annual Report 1 April 2005-31 March 2006*, Basle, 26 June.
- [8] BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (Bis) (2007): *77th Annual Report 1 April 2006-31 March 2007*, Basle, 24 June.
- [9] BARAN, PAUL A. AND SWEEZY, PAUL M. (1966): *Monopoly capital. An essay on the American economic and social order*, New York, Monthly Review Press.
- [10] BERNANKE, BEN S. (2005): *Essays on the Great Depression*, Princeton, Princeton University Press.
- [11] BESUSSI, ANTONELLA (1992): *La società migliore. Principi e politiche del new deal*, Milano, Mondatori.
- [12] BROOKS, JOHN (1969): *Once in Golconda. A true drama of Wall Street 1920-1938*, New York, Harper & Row. [13] Buiter, William. H. (2008): "Housing wealth isn't wealth", *NBER Working Paper No. W14204*, July.
- [14] CAFFÈ, FEDERICO (1970): "Capitalismo monopolistico, Nuovo Stato industriale ed effettiva realtà economica, in id. id.: *Teorie e pro-*

- blemi di politica sociale*, Bari, Laterza; reprinted in Amari, Giuseppe and Rocchi, Nicoletta (eds.) (2009): *Federico Caffè. Un economista per il nostro tempo*, Roma, Ediesse.
- [15] CAFFÈ, FEDERICO (1975): "L'economia keynesiana e la politica economica", *Rassegna Economica*, luglio-agosto.
- [16] CAFFÈ, FEDERICO (1984): *L'economia contemporanea. I protagonisti e altri saggi*, Roma, Studium.
- [17] CAFFÈ, FEDERICO (1986): *L'eredità intellettuale keynesiana e gli odierni problemi mondiali*, in id. id., *In difesa del "welfare state"*, Torino, Rosenberg & Sellier.
- [18] CARTER, SUSAN B. (ed.) (2006): *The historical statistics of the United States: earliest times to the present*, Cambridge, Cambridge University Press.
- [19] CHANDLER, LESTER V. (1970): *America's greatest depression*, New York, Harper & Row.
- [20] CIOCCA, PIERLUIGI (1987): *L'instabilità dell'economia. Prospettive di analisi storica*, Torino, Einaudi.
- [21] CURRIE, LAUCHLIN B. (1934): *The supply and control of money in the United States*, Cambridge, Harvard University Press.
- [22] DIXON, HUW D. AND OTHERS (1996), "Controversy: should we regulate the financial system?", *Economic Journal*, vol. 106, no. 436, May.
- [23] DOBB, MAURICE (1965): "Full employment and capitalism", in id. id.: *On economic theory and socialism. Collected papers*, London, Routledge and Kegan Paul, 1st edition (1955).
- [24] DOWD, KEVIN (1996): "The case for financial *Laissez-faire*", *Economic Journal*, vol. 106, no. 436, May.
- [25] EICHENGREEN, BARRY J. (1996): *The gold standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford, OxfordUniversity Press.
- [26] FRANZINI, MAURIZIO (1984): *Le teorie economiche e la grande depressione*, Roma, Kappa.
- [27] FRIEDMAN, MILTON AND SCHWARTZ, ANNA J. (1963): *A monetary history of the United States, 1867-1960*, Princeton, Princeton University Press.
- [28] GALBRAITH, JOHN K. (1958): *The affluent society*, London, Hamilton.

-
- [29] GALBRAITH, JOHN K (1961): *The Great Crash 1929*, Harmondsworth, Penguin Books, 1st edition (1954).
- [30] GALBRAITH, JOHN K. (1967): *The new industrial state*, London, Hamilton.
- [31] HARRIS, SEYMOUR E. (ed.) (1960): *The new economics: Keynes' influence on theory and public policy*, London, Dobson.
- [32] INTERNATIONAL LABOUR OFFICE (ILO) (2009): *The financial and economic crisis: a decent work response*, Geneva.
- [33] INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2009a): *Global financial stability report. Responding to the financial crisis and measuring systemic risk*, Washington.
- [34] INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2009b): "Crisis and Recovery", *World Economic Outlook*, Washington.
- [35] KALECKI, MICHAL (1939): *Essays in the theory of economic fluctuations*, London, Allen & Unwin.
- [36] KALECKI, MICHAL (1965): *Theory of economic dynamics*, London, Unwin. 1st edition (1954).
- [37] KEYNES, JOHN M. (1920): *The economic consequences of the Peace*, New York, Harcourt Brace.
- [38] KEYNES, JOHN M. (1936): *The general theory of employment, interest and money*, London, Macmillan.
- [39] KEYNES, JOHN M. (1979): *A treatise on money*, reprinted as voll. v and vi, in Moggridge, Donald E. (ed.), *The collected writings of J. M. Keynes*, London, MacMillan, 1st edition (1930).
- [40] KINDLEBERGER, CHARLES P. (1973): *The world in depression, 1929-39*, Berkeley, University of California Press.
- [41] KLINGAMAN, WILLIAM K. (1989): *1929: The year of the Great Crash*, New York, Harper & Row.
- [42] KOSE, M. AYAN AND OTHERS (2006): "Financial globalization: a reappraisal", *Centre for Economic and Policy Research, Discussion Paper no. 5842*, September.
- [43] LEWIS, WILLIAM A. (1949): *Economic survey, 1919-39*, London, Allen & Unwin.
- [44] LUNDBERG, ERIK (1968): *Instability and economic growth*, New

Haven, Yale University Press.

- [45] MINSKY, HYMAN P. (1978): "The financial instability hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy", in Kindleberger C. P. and Laffargue Jean-Pierre (eds.): *Financial crisis, theory, history, and policy*, Cambridge, Cambridge University Press.
- [46] MINSKY, HYMAN P. (1980): "Finance and profits, the changing nature of business cycles", *The Business Cycle and Public Policy, 1929-1980, Joint Economic Committee, Congress of the United States*, United States Government Printing Office, Washington; reprinted in id. id. (1982): *Can "it" happen again?*, Sharpe, Armonk.
- [47] MITCHELL, BROADUS (1947): *Depression decade: from new era through New Deal, 1929-1941*, New York, Rinehart.
- [48] MOGGRIDGE, DONALD E. (1973): "From the Treatise to the General Theory: an exercise in chronology", *History of Political Economy*, vol. V, Spring.
- [49] NORTON, ROGER D. (2001): *Creating the New Economy. The entrepreneur and the US resurgence*, Cheltenham, Elgar.
- [50] NUSSBAUM, ARTHUR (1961): *Storia del dollaro*, Firenze, Sansoni.
- [51] ROBERTSON, DENNIS H (1940): *Essays in monetary theory*, London, King & Son.
- [52] SCHUMPETER, JOSEPH A. (1939): *Business cycles. A theoretical historical and statistical analysis of the capitalist process*, 2 voll., New York, McGraw Hill.
- [53] SCHUMPETER, JOSEPH A. (1963): *History of economic analysis*, London, Allen & Unwin.
- [54] SOROS, GEORGE (2008): *The new paradigm for financial markets. The credit crisis of 2008 and what it means*, London, PublicAffairs Ltd.
- [55] STEINDL, JOSEPH (1952): *Maturity and stagnation in the American capitalism*, Oxford, Blackwell.
- [56] THE ECONOMIST (1937): "The New Deal. An analysis and appraisal", 1937.
- [57] THE ECONOMIST (2008a): "Confessions of a risk manager", August 9th.

- [58] THE ECONOMIST (2008b): "The credit crunch one year on", *ibidem*.
- [59] THE ECONOMIST (2009): "Government and business in America. Piling on", May 30th.
- [60] TIBERI, MARIO (2007): "Poverty and inequality in the age of globalization", *Journal of European Economy*, December.
- [61] TIME (1932): "The Roosevelt week", July 11.
- [62] VISCO, IGNAZIO (2009): "La crisi finanziaria e le previsioni degli economisti", *Lezione svolta all'inaugurazione dell'Anno accademico 2008-9 del Master in Economia pubblica*, Sapienza Università di Roma, 4 marzo (see also Web sites).
- [63] WARBURTON, CHRISTOPHER (1945): "Monetary theory, full production and the Great Depression", *Econometrica*.
- [64] WORLD BANK (2005): *World development report 2006. Equity and development*, Washington.

Web sites

- [65] http://fathersforlife.org/suicides/US_suicide_deaths.htm.
- [66] http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri_mdir/visco_040309/Visco_040309.pdf.
- [67] http://www.consob.it/main/trasversale/risparmiatori/investor/prodotti_derivati/cosasono_prodottiderivati.html.
- [68] http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_default.htm.
- [69] <http://www.londonsummit.gov.uk/en/summit-aims/summit-communicative>.
- [70] <http://www.occ.treas.gov/ftp/release/2009-34a.pdf>.
- [71] <http://www.un.org/millennium/declaration/ares552e.htm>.