

**UNIVERSIDAD DEL CEMA  
Buenos Aires  
Argentina**

Serie  
**DOCUMENTOS DE TRABAJO**

**Área: Economía**

**EL KEYNESIANISMO Y LA GRAN DEPRESIÓN  
UN ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA EXPERIENCIA  
DE ALEMANIA, EE.UU. Y GRAN BRETAÑA ENTRE 1930 y 1937**

**Emilio Ocampo**

**Agosto 2020  
Nro. 741**

**[www.cema.edu.ar/publicaciones/doc\\_trabajo.html](http://www.cema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.html)  
UCEMA: Av. Córdoba 374, C1054AAP Buenos Aires, Argentina  
ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea)  
Editor: Jorge M. Streb; Asistente Editorial: Valeria Dowding [jae@cema.edu.ar](mailto:jae@cema.edu.ar)**



**El Keynesianismo y la Gran Depresión:  
Un Análisis Comparativo de la Experiencia  
de Alemania, EE.UU. y Gran Bretaña entre 1930 y 1937\***

Emilio Ocampo\*\*

**Resumen**

Existe una noción bastante generalizada, incluso entre economistas e historiadores, que Alemania, Estados Unidos y Gran Bretaña –las naciones más industrializadas del planeta en 1930– lograron salir de la Gran Depresión gracias a políticas de expansión del gasto público y el déficit preconizadas por John Maynard Keynes. Esta noción no se sustenta en la evidencia. Para empezar, tanto las políticas adoptadas en estos tres países entre 1930 y 1937 como sus consecuencias fueron significativamente distintas. En segundo lugar, en Estados Unidos las políticas intervencionistas y de expansión del gasto, que podrían describirse genéricamente como keynesianas, retardaron la recuperación económica en vez de alentarla. Finalmente, Gran Bretaña tuvo el mejor desempeño macroeconómico gracias a una política de austeridad fiscal combinada con una fuerte expansión crediticia. El objetivo del presente trabajo es sustentar estas conclusiones con un análisis comparativo de la experiencia de estos tres países entre 1930 y 1937.

Palabras Clave: Keynes, Gran Depresión, Austeridad, Déficit, Políticas Anti-cíclicas.

Códigos JEL: E3, J3, N1.

\* Versión actualizada al 2 de marzo de 2021.

\*\* Profesor de Historia Económica y Director del Centro de Estudios de Historia Económica (CEHE) de la Universidad del CEMA (UCEMA). Agradezco valiosos comentarios de Roberto Cortés Conde, Alejandro Gómez, Carlos Newland y Javier Ortiz Batalla a una versión preliminar. Cualquier error es mi única responsabilidad. Las opiniones vertidas en este artículo no necesariamente representan la opinión de la Universidad del CEMA.

*El único remedio real es la expansión del crédito por parte de los bancos centrales.*

Ralph G. Hawtrey (1931)

## **1. Introducción<sup>1</sup>**

El análisis de la Gran Depresión, su origen y sus secuelas es probablemente uno de los temas que más ha ocupado la atención de historiadores y economistas. La Crisis Financiera Global de 2008 estimuló una nueva ola de estudios que expandió aun más la ya vasta bibliografía. A pesar de ello, subsisten algunos mitos, especialmente respecto al *New Deal* (para una lista ver Selgin, 2020). Uno de ellos es que las naciones más industrializadas del planeta –Alemania, Estados Unidos y Gran Bretaña– lograron salir de la Gran Depresión gracias a políticas de expansión del gasto público y déficit preconizadas por John Maynard Keynes.

Esta noción es incorrecta en tres sentidos diferentes. Para empezar, la combinación de políticas aplicada en estos tres países durante los años treinta distó de ser uniforme. En Gran Bretaña el gobierno no aplicó políticas keynesianas de expansión del gasto sino más bien una combinación de austeridad fiscal, “dinero barato” y proteccionismo. Lejos de estancarse, la economía británica se contrajo menos y se recuperó más rápidamente que la norteamericana. En segundo lugar, tampoco se puede sostener que Alemania y Estados Unidos hayan “salido” de la Gran Depresión gracias a políticas keynesianas. Bajo el nazismo la economía alemana logró recuperarse más rápidamente que la norteamericana con una combinación de fuerte aumento del gasto público, especialmente en defensa, autarquía comercial y financiera y fuerte represión salarial. Aunque hacia 1936 Alemania había logrado eliminar el desempleo, no se puede caracterizar a esta combinación de políticas como keynesiana teniendo en cuenta que el consumo privado y el poder adquisitivo de los trabajadores cayeron. En cuanto a Estados Unidos, contrariamente a lo afirmado en un libro de publicación reciente (Rauchway, 2015, p.xvi) la recuperación fue lenta tanto en términos históricos como relativos.

---

<sup>1</sup> Este trabajo se enmarca en un proyecto más amplio de investigación cuyo objetivo es explorar la genealogía de las ideas que pretendieron justificar o inspiraron las políticas económicas aplicadas en Argentina durante los

Además, Franklin D. Roosevelt (FDR) no fue el primero en introducir políticas “keynesianas” para salir de la Gran Depresión sino su predecesor, Herbert Hoover. Desde el punto de vista de la política fiscal, ambas presidencias siguieron un patrón similar: un fuerte aumento del gasto y el déficit en sus primeros años, seguido por un ajuste que empujó a la economía a la recesión. La principal diferencia fue que durante la presidencia de Hoover se produjo una fuerte contracción monetaria y durante la de FDR lo opuesto (más por fuerza de circunstancias externas que por una decisión deliberada). Los resultados de esta combinación de políticas en términos de crecimiento y empleo distaron de ser satisfactorios: en 1939 el PBI per cápita era inferior al de 1929 y la tasa de desempleo superior. La recuperación de la economía norteamericana durante los años treinta fue anémica, tanto en relación a las de Gran Bretaña y Alemania como en relación a su propia historia.

Por otro lado, las mal llamadas políticas keynesianas habían sido propuestas por políticos, banqueros y economistas de manera independiente en los tres países desde mucho antes de la publicación de la *Teoría General*, e incluso de que, Keynes comenzara a proponerlas para reducir el desempleo en Gran Bretaña a mediados de los años veinte (Ocampo, 2020d).

El objetivo de este ensayo es sustentar las afirmaciones precedentes mediante un análisis comparativo de las políticas económicas aplicadas y sus resultados en estos tres países entre 1930 y 1937. Dado que antes de la Gran Depresión, Alemania, Estados Unidos y Gran Bretaña eran las economías más industrializadas del planeta, el análisis reviste particular importancia, no sólo desde el punto de vista histórico sino también de la política económica. Con algunas excepciones (por ejemplo, Arndt, [1944], 1963; Yang, 1995; Yang y Cho, 2015), en la bibliografía predominan las comparaciones entre Alemania y Estados Unidos (por ejemplo, Garraty, 1973; Temin, 1990) y Gran Bretaña y Estados Unidos (por ejemplo, Ohanian, 2002; Hatton y Thomas, 2010). Obviamente, un ensayo de esta extensión no permite un análisis exhaustivo. Para un análisis más general sobre los orígenes de la Gran Depresión y la respuesta de los gobiernos para superarla remito al lector a la amplia bibliografía que existe sobre el tema (por ejemplo, Robbins, 1934; Kindleberger, [1973], 2013; Rothbard, [1963], 2000; Temin, 1983; Gourevitch, 1984; Eichengreen, 1992; Cortés Conde, 2003; Ohanian, 2009; Crafts y Fearon, 2010).

El período de análisis se circunscribe a 1930-1937. Tanto Estados Unidos como Gran Bretaña alcanzaron en ese último año el punto máximo de su recuperación económica antes del inicio de la Segunda Guerra Mundial. En cuanto a Alemania, 1937 también marca un punto de inflexión. Con el nombramiento de Hermann Goering como Ministro de Economía a fines de ese año marcó un punto de inflexión. Fue a partir de entonces que comenzó “la economía de guerra”. Además, con la anexión de Austria en 1938 se fusionaron las estadísticas de ambos países por lo cual se hace difícil determinar con precisión su evolución macroeconómica individual.

La estructura del artículo es la siguiente. La Sección 2 presenta un resumen esquemático y comparativo de las políticas económicas aplicadas en Alemania, Gran Bretaña y Estados Unidos durante el período 1930-37. La Sección 3 profundiza a nivel de cada país algunos aspectos distintivos de la política económica implementada entre esos años. La Sección 4 presenta algunas conclusiones tentativas.

## 2. La Recuperación Económica en los Años Treinta

### *Evolución de los principales indicadores*

Antes de que se iniciara la Gran Depresión, Alemania, Gran Bretaña y Estados Unidos eran las tres economías más grandes del mundo occidental y las más industrializadas del planeta. Como se puede apreciar en la tabla siguiente, su desempeño relativo durante el período posterior al crac de Wall Street fue disímil.

#### **Evolución de las Principales Economías entre 1930 y 1937**

País	PBI (miles de millones US\$ GK 1990)			PBI per cápita (US\$ G-K 1990)		
	1928-30	1936-38	Var.% Acumulada	1928-30	1936-38	Var.% Acumulada
Alemania	261	320	2,0%	4.038	4.710	1,6%
Estados Unidos	802	810	0,1%	6.560	6.253	-0,5%
Francia	188	184	-0,2%	4.558	4.399	-0,4%
Gran Bretaña	248	292	1,6%	5.434	6.173	1,3%
Italia	122	140	1,4%	3.009	3.255	0,8%

Fuente: Angus Maddison (2008). Promedios trienales.

Resulta evidente que Alemania y Gran Bretaña tuvieron mejor desempeño que Estados Unidos en términos del crecimiento del PBI per cápita. En lo que respecta a la actividad industrial también hubo un fuerte contraste entre los tres países.

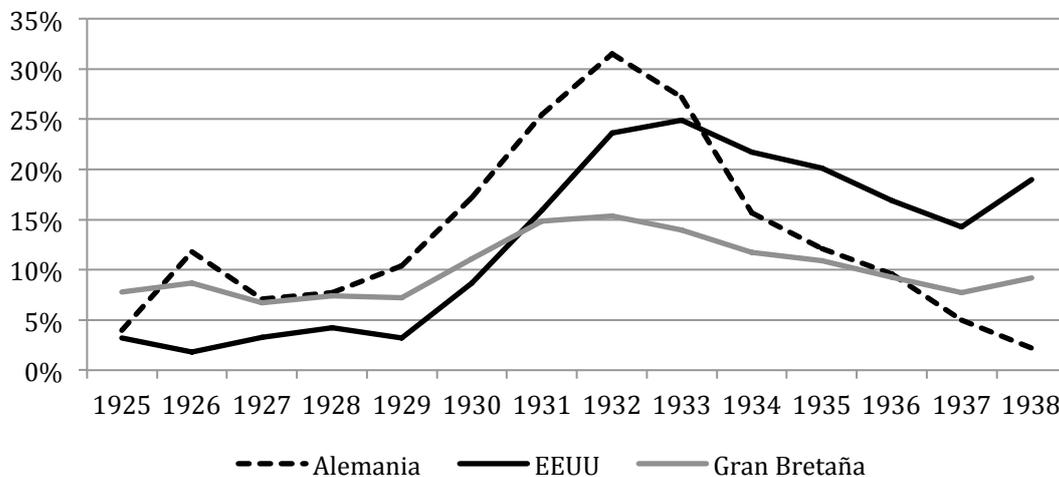
### Evolución de Principales Indicadores de Actividad Industrial

	<u>1928-29</u>	<u>1937-38</u>	<u>Var. % anual</u>
<u>Producción Industrial (1928=100)</u>			
Alemania	100,5	119,5	1,9%
Estados Unidos	105,5	102,6	-0,3%
Gran Bretaña	104,0	113,8	1,0%
<u>Producción de Acero (miles de ton.)</u>			
Alemania	15,4	21,3	3,7%
Estados Unidos	54,9	40,1	-3,4%
Gran Bretaña	9,2	11,9	2,9%
<u>Consumo de Energía (miles de KW.)</u>			
Alemania	199,9	222,8	1,2%
Estados Unidos	868,3	810,5	-0,8%
Gran Bretaña	208,4	221,8	0,7%

Fuente: Correlates of War y Klein (1948).

EE.UU. también fue el país que tuvo menos éxito en reducir la tasa de desempleo, que en 1937 se ubicaba en 14,3%, una tasa tres veces más alta que la de 1929.<sup>2</sup>

### Evolución Comparativa de la Tasa de Desempleo (1930-1938)



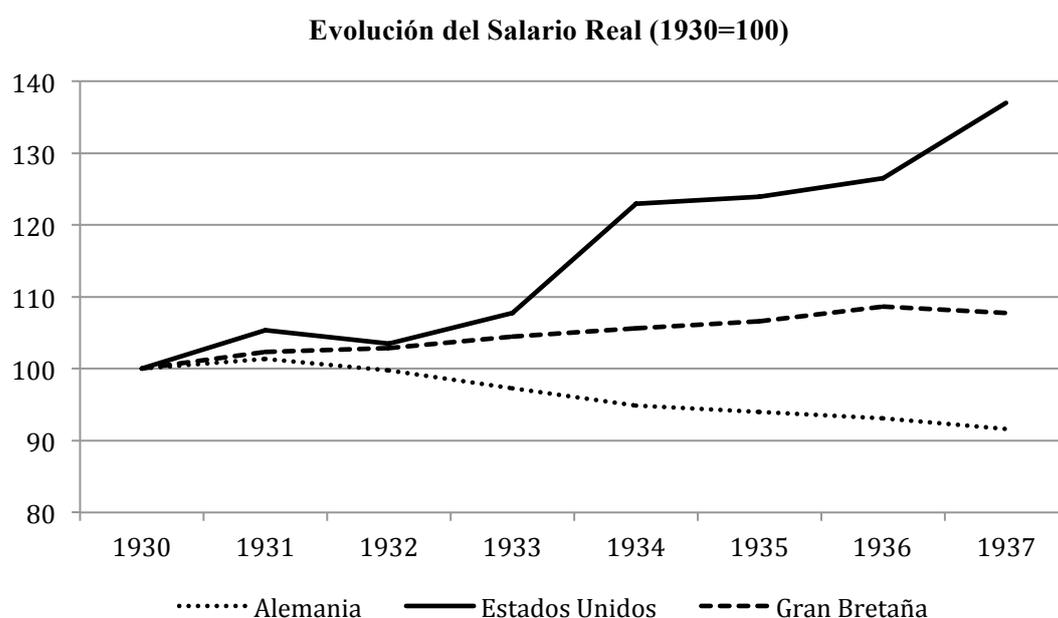
Fuente: FRED, Bank of England, Ritschl (2012).

En contraste, en 1937 la tasa de desempleo en Alemania había caído a menos de 5% de un pico de 31,5% cinco años antes. En Gran Bretaña la tasa de desempleo en 1937 se encontraba en niveles similares a los de 1929. Un dato importante es que en los tres

<sup>2</sup> En la década de 1930 en los Estados Unidos muchos desempleados eran empleados en programas del gobierno mientras que en Gran Bretaña a los desempleados simplemente se les pagaba seguro de desempleo. Consecuentemente, algunas estimaciones no son estrictamente comparables (ver por ejemplo Darby, 1975).

países la variación de la tasa de desempleo estuvo positivamente correlacionada con la de los salarios reales.

Alemania no sólo fue el único de los tres países considerados que logró reducir significativamente el desempleo sino que además fue el único el que entre 1933 y 1937 cayó el salario real.



Fuente: Fischer and Hornstein (2007), Renshaw (1999) and Bank of England.

### *Políticas Económicas Cambiantes y Divergentes*

Una consideración importante a tener en cuenta al analizar la política económica durante este período es que la Reserva Federal (hasta 1935), el Banco de Inglaterra y el *Reichsbank* (hasta enero de 1939) mantuvieron un alto grado de independencia en la conducción de la política monetaria (al menos en relación a la inmediata posguerra). Además, excepto en Alemania, entre mediados de 1934 y mediados de 1937, no hubo un “hacedor de política” todopoderoso que tomara simultáneamente decisiones fiscales y monetarias. Hubo injerencia del Ejecutivo, especialmente sobre medidas cambiarias, pero en mucho menor medida que después de 1945.

Para Alemania y Estados Unidos, el año 1933 marcó un punto de ruptura entre dos etapas distintas de la recuperación que en ambos casos coincidió con un cambio de gobierno. En Gran Bretaña el cambio de gobierno ocurrió a mediados de 1931 pero el punto de inflexión de la recuperación tuvo lugar en septiembre de ese año con el

abandono del patrón oro. A pesar de esta divergencia, es útil comparar la evolución de la política económica para los tres países durante dos sub-períodos: 1930-1932 y 1933-1937.

Como ha explicado Cortés Conde (2003), durante el primero de esos períodos “las salidas del oro, los violentos movimientos de capitales, la fuerte contracción monetaria y sus consecuencias sobre las tasas de interés, la inversión, el empleo, el comercio internacional y los ingresos fiscales obligaron a los gobiernos a distintas respuestas” (p.219). Estas respuestas se basaron en la experiencia conocida y el clima de ideas imperante (*Zeitgeist*). Quienes debían tomar las decisiones aun tenían fresca en su memoria la recesión de 1920-21 y estaban convencidos de que la única manera de estabilizar la moneda era aferrarse al patrón oro y que era necesario “desactivar” fuerzas deflacionarias que se habían desatado durante la segunda mitad de los años veinte (particularmente en Gran Bretaña). Como consecuencia, la primera reacción de los bancos centrales fue restringir el crédito y elevar las tasas de interés para evitar la fuga de oro. En paralelo, los ministros de hacienda intentaron “poner en orden las finanzas públicas” (p.218).

La falta de coordinación entre los gobiernos de los principales países y sus abruptos e inesperados cambios de política agravaron la situación, provocando una segunda ronda de políticas que fue aun más heterogénea tanto en cuanto a medidas como a resultados. De manera simplificada, el sesgo de la política fiscal y monetaria se puede resumir con dos variables. Para la primera, el déficit sobre el PBI y la tasa de expansión del gasto público en términos nominales. Para la segunda, la tasa de expansión de la oferta monetaria (M1) y la tasa de descuento del Banco Central en términos reales.<sup>3</sup> La tabla siguiente resume la evolución de estas variables para los tres países.

Entre 1928 y 1932 Alemania aplicó una política monetaria y fiscal restrictiva lo cual agravó la recesión, pero a partir de 1933 hizo exactamente lo opuesto y, en lo que respecta al gasto, más que cualquier otro país en el mundo capitalista. Estados Unidos adoptó una política monetaria restrictiva y una política fiscal expansiva durante el primer período (Hoover) y una fuerte expansión del gasto y de la oferta monetaria en

---

<sup>3</sup> La determinación de la “postura” fiscal del gobierno requiere obviamente un análisis más profundo pero sirve como primera aproximación. Para el caso de Gran Bretaña ver Middleton (1981, 1984) y Broadberry (1984).

el segundo (Roosevelt). Gran Bretaña mantuvo una política fiscal relativamente austera durante ambos períodos, aunque algo más expansiva a partir de 1936, y su política monetaria pasó de levemente restrictiva a fuertemente expansiva en el segundo.

### Análisis Comparativo de la Política Monetaria y Fiscal

	Tasa Real de Interés		Δ Oferta Monetaria		Déficit Fiscal/PBI		Δ Gasto público	
	1929-32	1933-37	1928-32	1932-37	1929-32	1933-37	1928-32	1932-37
Alemania	12,7%	3,2%	-7,6%	7,4%	-1,1%	-0,5%	-13,9%	51,9%
EE.UU.	10,3%	0,9%	-6,3%	7,4%	-0,9%	-4,4%	12,0%	10,7%
Gr. Br.	6,7%	1,5%	-0,8%	5,7%	0,6%	0,6%	1,3%	2,9%

Fuente: Para Alemania Hetzel (2002), para Estados Unidos, Friedman y Schwartz (1963), Renshaw (1999) y para Gran Bretaña Bank of England. La tasa de descuento está medida en términos reales. La tasa y el déficit fiscal son promedios mientras que para la oferta monetaria y el gasto público se trata de tasas de variación anual acumulativa.

Una mirada superficial a las cifras de crecimiento del PBI per cápita de Alemania entre 1933 y 1937 podría llevar a la conclusión de que Keynes tenía razón y que lo que había que hacer para salir de la depresión era aumentar fuertemente el gasto público. Sin embargo, semejante conclusión es cuestionable. En primer lugar, la tasa de crecimiento entre 1932 y 1937 fue mayor porque la caída entre 1928 y 1932 también fue mayor (efecto “rebote”). En segundo lugar, como explicaré más adelante, el aumento del gasto público se hizo a costa del consumo privado y de salarios reales decrecientes, lo cual no puede describirse como una receta keynesiana, a pesar de que Robinson (1972) sostuviera lo contrario. Además, a mediano plazo esta política no sólo era sostenible económicamente. Además, al tener la guerra como único fin, era autodestructiva.

### Evolución del PBI per cápita (1930=100)

	PBI per cápita en 1937 (1929=100)	PBI per cápita 1929-1937	
		Variación anual	Volatilidad
Alemania	116	1,8%	6,4%
EEUU	93	-0,9%	8,8%
Gran Bretaña	113	1,5%	3,3%

Fuente: The Maddison Project.

Por otro lado, una mirada superficial también podría llevar a la conclusión de que la experiencia de Estados Unidos entre 1928 y 1932 refuta la tesis keynesiana: pese al

fuerte aumento del gasto público, el PBI cayó casi 23%. Sin embargo, como veremos esa brutal contracción de la economía también fue consecuencia de otras políticas.

La experiencia de Gran Bretaña sugiere que Ralph G. Hawtrey, un economista olvidado que era amigo y rival de Keynes, tenía razón: lo que había que hacer para salir de la depresión era expandir el crédito al sector privado y no el gasto público (Hawtrey, 1932, pp.446-448; Peden, 1984).<sup>4</sup> Aunque la tasa de crecimiento del PBI per cápita fue levemente inferior a la de Alemania, su volatilidad también fue significativamente menor. Sin embargo, como veremos más adelante, a partir de 1936, de manera cada vez más agresiva, el gobierno inglés también aumentó el gasto en defensa. De cualquier manera, como se puede apreciar en la tabla siguiente, lo hizo a una tasa de crecimiento inferior a la de Alemania.<sup>5</sup>

**Tasa de Crecimiento de los Gastos Militares  
(variación % anual)**

	1928-32	1932-1935	1935-1937
Alemania	-4,9%	120,7%	43,3%
Estados Unidos	-1,4%	7,9%	13,2%
Gran Bretaña	-11,9%	25,5%	38,8%

Fuente: Correlates of War.

El proteccionismo fue común a los tres países aunque con distinto grado de intensidad. Estados Unidos lideró el movimiento hacia la autarquía comercial con la reforma arancelaria Smoot-Hawley promulgada por Hoover en junio de 1930. Gran Bretaña aumentó los aranceles en febrero de 1932 mientras que bajo el régimen Nazi, Alemania no sólo aumentó los aranceles sino que además impuso barreras no-arancelarias al comercio e impuso un modelo autárquico con trueque y bilateralismo.

**Aranceles Equivalentes *Ad Valorem* Promedio (en %)**

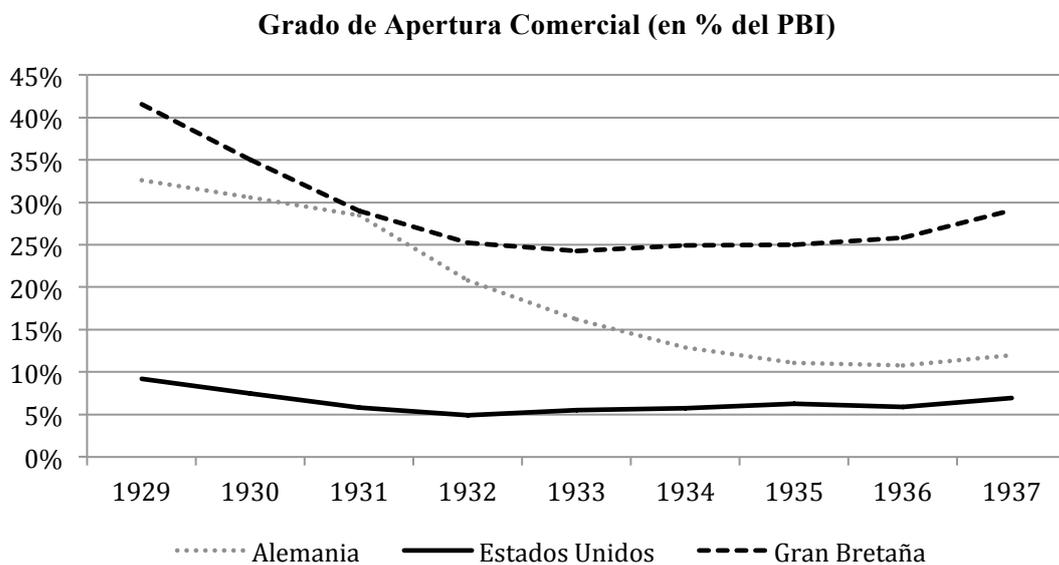
País	1920-1929	1930-1940
Italia	4,5	16,8
Estados Unidos	13,0	16,6
Canadá	13,4	15,2
Francia	7,1	21,0
Alemania	7,2	26,1
Gran Bretaña	9,8	23,2

<sup>4</sup> Ralph G. Hawtrey (1879-1975) era economista y funcionario de carrera del Tesoro británico. Desarrolló su propia teoría monetaria del ciclo económico contraria a la de Keynes (Haberler, 1937, pp.15-27). Laidler (1993) considera a Hawtrey como precursor del monetarismo de Chicago.

<sup>5</sup> En 1930 el gasto militar de Gran Bretaña era 315% del de Alemania y en 1937 la relación era de sólo 38%.

Fuente: Crucini and Kahn (2003).

Según varios estudios econométricos, el impacto macroeconómico del proteccionismo en Estados Unidos no fue significativo debido al bajo nivel de apertura comercial inicial. Sin embargo, como han señalado Crucini y Kahn (2003) la inflexibilidad del mercado laboral magnificó el impacto negativo de la Ley Smoot-Hawley sobre la eficiencia de la economía. Además provocó una reacción negativa en el resto del mundo, ya que Estados Unidos era el principal acreedor internacional y, por lo tanto, las exportaciones al mercado norteamericano eran necesarias para que sus deudores (como por ejemplo Alemania) hicieran frente a sus obligaciones.



Fuente: Our World in Data.

Según Eichengreen e Irwin (2010), el proteccionismo de EE.UU. no fue la principal causa del colapso del comercio mundial sino más bien la crisis financiera que se inició a mediados de 1931, que desencadenó una serie de reacciones que culminaron en la decisión de Gran Bretaña de abandonar el patrón oro. Como ha señalado O'Rourke (2009), el aspecto más nocivo del cierre de las economías durante los años treinta fue el de engendrar grupos de intereses opuestos al libre comercio que luego de la crisis lograron presionar al sistema político para que se mantuviera un sistema proteccionista.

Sea cual haya sido su origen, el proteccionismo provocó una reducción significativa de la importancia del comercio internacional especialmente para las economías

europeas. De los tres países analizados Gran Bretaña fue el que mantuvo una mayor participación del comercio exterior en el PBI, aunque con una caída significativa en relación a los niveles pre-crisis.

Otro factor común a la recuperación de Gran Bretaña y Estados Unidos fue la devaluación de sus monedas a partir de septiembre de 1931 y abril de 1934 respectivamente. Según Sachs y Eichengreen (1984) los países que más rápido abandonaron el patrón oro y devaluaron sus monedas fueron los que más rápido se recuperaron. Alemania en vez optó por mantener una paridad fija con el oro. Pero dados los fuertes controles cambiarios y la pérdida de reservas que experimentó durante la década del treinta no puede argumentarse que haya adherido al patrón oro.

#### *Gran Bretaña: Nadie es profeta en su tierra*

En su clásico estudio sobre el desempeño de las principales economías del mundo durante los años treinta, Arndt destacó la “notable ortodoxia” de las políticas aplicadas en Gran Bretaña y su marcado contraste con las aplicadas en Estados Unidos y los principales países de Europa (1944, p.122). Su resumen es elocuente:

La Gran Depresión no condujo a ningún aumento significativo de la intervención o control del Estado en el sistema económico. Levantar a la economía británica de la depresión quedó en manos de la actividad privada, asistida solo por la protección contra la competencia extranjera, “dinero barato” y medidas internas menores de asistencia... el hecho más llamativo sobre la política económica interna durante la década es que Gran Bretaña fue el único de los cinco países analizados que no recurrió a una política de déficit presupuestarios para promover la recuperación interna... Hacia 1937, los índices de actividad económica de Gran Bretaña estaban considerablemente por delante de los de Francia, EE.UU. y la mayoría de los demás países, y habían superado los niveles máximos previos a la caída de 1929 (*ibid.*, p.122, 125-126).<sup>6</sup>

Más recientemente, Middleton (2010) señaló que, en comparación con la norteamericana, la economía británica no experimentó una “depresión” entre 1929 y 1932 sino más bien una recesión. Su recuperación también fue “de un orden de magnitud superior”. Aunque Middleton le asignó un rol positivo a las políticas

---

<sup>6</sup> Los otros cuatro países son Estados Unidos, Francia, Suecia y Alemania.

implementadas por el gobierno, destacó que “estuvieron muy lejos de lo que Keynes y otros economistas progresistas consideraban posible y deseable” (p.416). En un trabajo anterior, Middleton (1982) explicó que la elección de la política monetaria como instrumento para la estabilizar la macroeconomía se debió en gran medida a que era considerada “políticamente neutra”. Además, el gobierno alentó la reestructuración de los sectores industriales más deprimidos con subsidios y garantías de préstamos. Los principales beneficiarios fueron las grandes empresas industriales exportadoras (carbón, textiles, acero y astilleros).

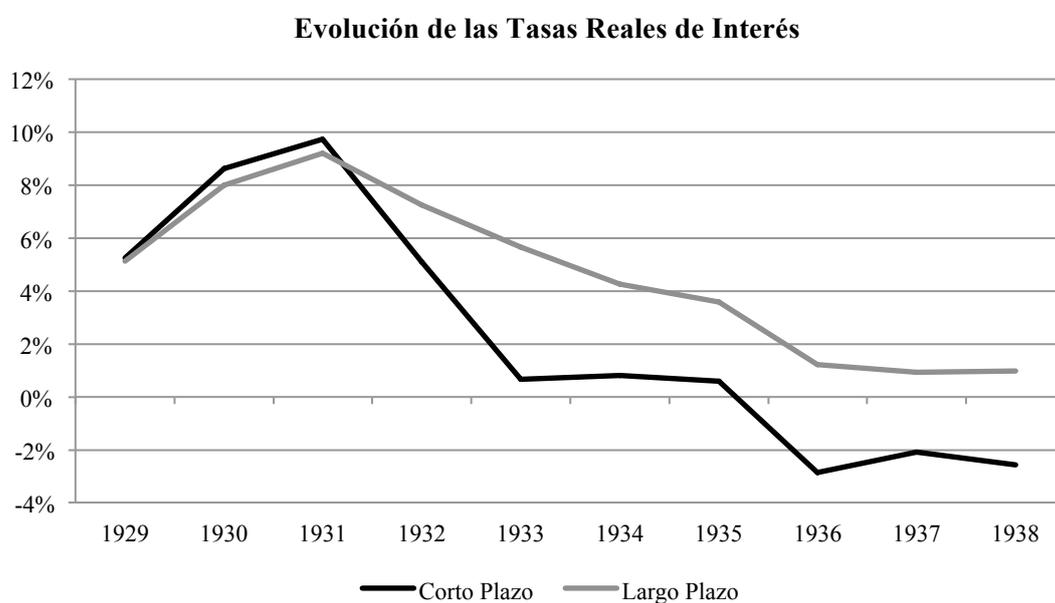
Al comenzar 1932, la economía británica estaba sufriendo el pleno impacto de la crisis. La tasa de desempleo alcanzaba 15%, la economía estaba estancada y se temía una posible crisis externa debido a la abrupta devaluación de la libra. La incertidumbre se reflejaba en las cotizaciones en el mercado bursátil, que durante el primer semestre de 1932 alcanzaron su valor mínimo. Para los funcionarios del Tesoro y el Banco de Inglaterra, el recuerdo de la hiperinflación alemana estaba aún fresco y las recetas keynesianas resultaban indigeribles.<sup>7</sup> Dado el alto nivel de endeudamiento, la visión ortodoxa predominante consideraba que una expansión fiscal pondría presión sobre las tasas de interés, lo cual complicaría la situación financiera del fisco. A diferencia de Estados Unidos, donde a partir de 1930 con algunas interrupciones el gobierno siguió una política fiscal fuertemente expansiva, en Gran Bretaña se aplicó una receta más en línea con el Keynes de *A Tract on Monetary Reform* (o más bien con *The Art of Central Banking* de Hawtrey) que con el de la *Teoría General*. Es decir, una política monetaria expansiva que buscó estabilizar el nivel de precios. Como se puede apreciar en la tabla siguiente, en el aspecto monetario el contraste en relación a la década del veinte fue significativo:

<b>La Política Monetaria en Gran Bretaña (1920-1938)</b>				
	Inflación	M0	M3	Crédito
1920-24	-2.8%	-5.3%	-3.7%	-1.8%
1925-29	-0.8%	-0.5%	2.1%	4.0%
1929-31	-2.7%	0.4%	0.9%	-2.4%
1931-38	0.6%	3.9%	4.3%	3.3%

Fuente: Bank of England, *A millennium of macroeconomic data*.

<sup>7</sup> Desde 1924 Keynes venía propugnando la utilización de la obra pública para resolver el problema del alto desempleo crónica de Gran Bretaña (ver Ocampo, 2020d).

En Gran Bretaña la política de “dinero barato” se implementó de tres maneras: la reestructuración de la deuda contraída con Estados Unidos durante la Primera Guerra Mundial, la imposición de un límite a las nuevas colocaciones de deuda del Tesoro y la expansión de las reservas del sistema bancario.



Fuente: Crafts (2013).

Estas medidas lograron reducir las tasas de interés para el sector privado en términos reales y facilitaron el acceso al crédito, tanto para empresas como para individuos (vía préstamos hipotecarios).<sup>8</sup> Como ha señalado Crafts (2013), durante los años treinta la consolidación fiscal tuvo lugar en momentos que había poco margen para compensar su impacto sobre la demanda agregada reduciendo la tasa de interés. Entre 1932/33 y 1933/34, el déficit fiscal estructural cayó casi 2% del PBI debido a una reducción del gasto público y un aumento de los impuestos. De esta manera se logró estabilizar el ratio deuda pública/PBI mientras que las tasas de interés a corto plazo cayeron a menos de 1% por año. A pesar de semejante ajuste fiscal, desde 1933 a 1937 el PBI se recuperó casi un 20% en términos reales, o a una tasa de crecimiento promedio de alrededor 3,1% anual. El desempleo se mantuvo elevado pero en 1937 había caído a los niveles de 1929. Los precios, medidos por el deflactor del PBI, cayeron lentamente hasta 1934 y luego se fueron recuperando hasta crecer a casi 4% anual en 1937.

<sup>8</sup> De hecho, el sector de la construcción fue uno de los que más rápidamente se reactivó.

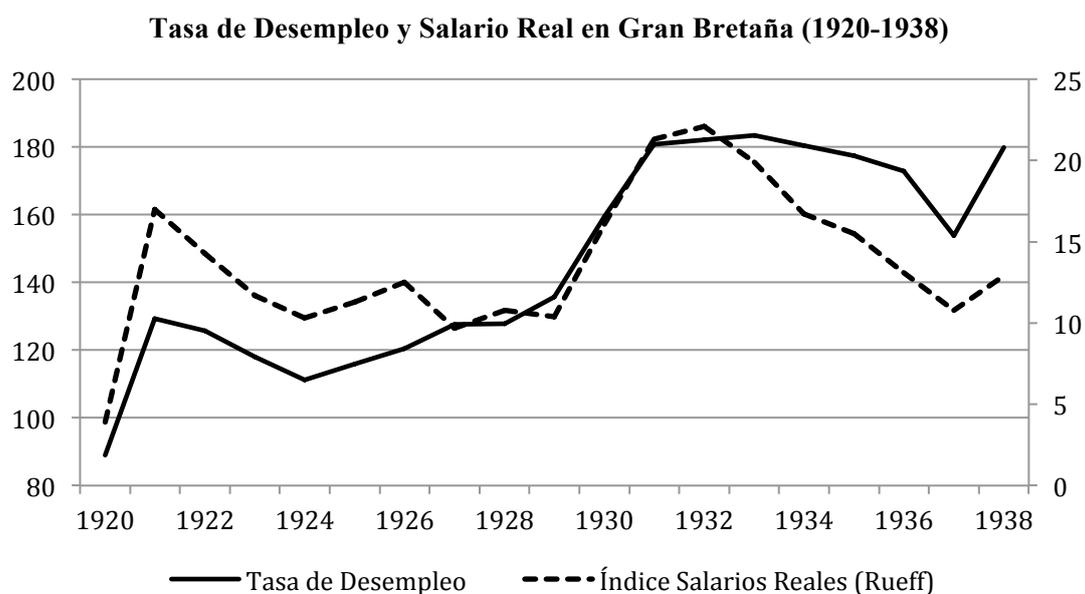
Gran Bretaña también adoptó una política proteccionista. Sin embargo, no lo hizo como Estados Unidos al iniciarse la Gran Depresión sino a principios de 1932, cuando la economía ya había tocado fondo. La Conferencia de Ottawa en julio de ese año introdujo un sistema preferencial para los países del *Commonwealth*. Esta decisión, al igual que la devaluar la libra esterlina en septiembre de 1931, contribuyó a la fenomenal caída del comercio mundial y represalias por parte de otros países europeos (Eichengreen e Irwin, 2010, pp.877-878). En el corto plazo en Gran Bretaña ambas decisiones tuvieron un impacto positivo sobre la actividad económica (Crafts y Fearon, 2010).

Influido por el keynesianismo imperante en la posguerra, Arndt argumentó que si Gran Bretaña hubiera adoptado una política fiscal más expansiva, habría alcanzado una tasa de crecimiento económico mayor y una tasa de desempleo menor. Estudios econométricos recientes sugieren que esta afirmación no tiene sustento. Utilizando datos trimestrales e incorporando el impacto del anuncio del programa gastos de defensa Crafts y Mills (2012) estimaron el valor del multiplicador del gasto público en 0,5 a 0,8 después de tres años. Esto sugiere que había menos posibilidades de utilizar la inversión pública para aumentar el PBI y reducir el desempleo de lo que generalmente suponían Arndt, Keynes y otros historiadores y economistas keynesianos. El estudio de Crafts y Mills también sugiere que en las circunstancias imperantes al comenzar la década del treinta una mayor expansión fiscal podría haber provocado un aumento de las tasas de interés y neutralizado la política de dinero barato, tal como temían los funcionarios del Tesoro y del Banco de Inglaterra.

Crafts y Mills concluyeron que la política monetaria jugó un papel preponderante en la recuperación de la economía británica a partir de 1932. Por otro lado, reconocieron que el aumento gradual de los gastos en defensa a partir de 1936 también tuvo un impacto positivo sobre la actividad económica. Según sus estimaciones, en ausencia de este estímulo fiscal en 1938 el PBI habría sido aproximadamente un 7% inferior en términos reales. Sin embargo, este impacto se debió más al impacto del anuncio de gastos futuros en defensa sobre las expectativas de los empresarios que del multiplicador fiscal. Estos autores concluyeron que si se hubiera gastado la misma suma que se gastó en defensa en un programa de obras públicas como el propuesto por Lloyd George (y Keynes) en 1929, el impacto sobre el PBI real y el desempleo no

habría sido significativo. De ser así, irónicamente resultaría que Hitler hizo más que Keynes por la recuperación de la economía británica.

En relación al mercado laboral, el gobierno británico mantuvo esquema de seguro de desempleo (“*dole*”) que durante la década del veinte había contribuido a una alta y persistente tasa de desempleo.



Fuente: Bank of England, *A millennium of macroeconomic data*. El índice de salarios reales, medido en el eje derecho, es el índice de salarios nominales deflactado por el índice de precios mayoristas.

En aquel entonces esta situación había provocado un debate entre los economistas respecto al origen de ésta. Keynes originalmente responsabilizó al patrón oro y las altas tasas de interés, y luego, a partir de 1930, a una caída en la demanda agregada. Edwin Cannan y Jacques Rueff argumentaron que, por el contrario, el alto desempleo era consecuencia del “*dole*” que otorgaba mayor poder a los sindicatos en las negociaciones colectivas de salarios. Predominó la visión de Keynes, que quedaría plasmada en la *Teoría General* (Ocampo, 2020d). Según la visión keynesiana un recorte salarial agravarían la situación al reducir el consumo y profundizar la caída en la demanda agregada. Sin embargo, la evidencia sugiere que esta interpretación era cuestionable. Rueff en vez predijo que mientras que los salarios reales se mantuvieran en niveles elevados gracias al “*dole*”, también se mantendría elevada la tasa de desempleo (Rueff, 1931, p.219-222).

El consenso de quienes han estudiado en detalle esta cuestión es que a principios de la década de 1930 la inercia nominal de los salarios fue algo mayor que la de los precios. Por lo tanto, el shock de demanda aumentó el salario real, especialmente en el sector manufacturero, y provocó, o al menos contribuyó, a la caída del empleo. Los análisis econométricos confirman que la tasa de empleo se movió en sentido contrario al nivel de salarios reales. Las diferencias entre quienes han estudiado el tema surgen del peso relativo que le asignan a distintos factores. Teniendo en cuenta la caída en el porcentaje de afiliación a los sindicatos, Benjamin y Kochin (1979) rechazaron la explicación de Rueff y propusieron en vez que el seguro de desempleo había generado incentivos que provocaron una reducción en la oferta de trabajo. Basándose en el análisis de datos a nivel microeconómico Eichengreen (1986 y 1988) argumentó que esta era una explicación parcial y que en ciertos sectores industriales el desempleo era estructural. Según Lee y Ohanian (2007) hubo dos intervenciones gubernamentales en los mercados laborales que redujeron el incentivo a trabajar y limitaron la movilidad: el “*dole*” y los subsidios a la vivienda que aumentaron el costo para los trabajadores de trasladarse de regiones donde había mayor demanda laboral.<sup>9</sup> Dado que la contracción de la actividad económica fue más intensa en ciertos rubros que estaban geográficamente concentrados (como acero, carbón, astilleros, etc.), ambos factores contribuyeron a profundizar la caída del empleo. Estudios más recientes (Hatton y Thomas, 2010) enfatizan el auge del sindicalismo, la generalización de las negociaciones colectivas de salarios y el “*dole*”, así como un fuerte recorte en las horas de trabajo. Básicamente, la misma tesis que Rueff había planteado en 1925.

#### *Estados Unidos: Una Sucesión de Políticas Erráticas y Contradictorias*

El análisis de la política económica seguida por Estados Unidos entre 1930 y 1937 requiere dividir el período en dos sub-períodos que coinciden con las presidencias de Hoover y Roosevelt. Hay tres datos importantes a destacar. Primero, que según parámetros históricos en sus inicios, la Gran Depresión fue una recesión “normal”. Esto puede verificarse en el gráfico siguiente que compara la evolución de la producción industrial en 1920-21 y en 1929-30.

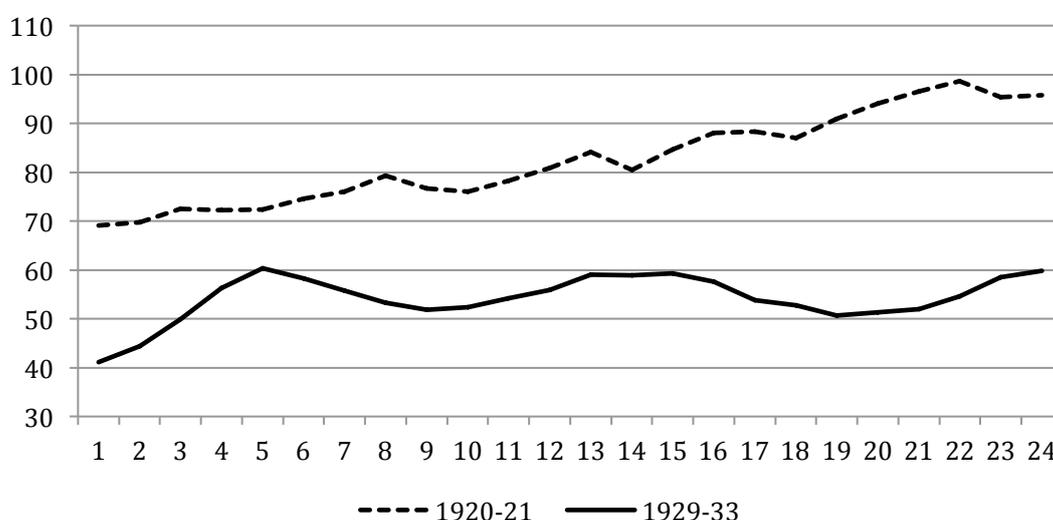
---

<sup>9</sup> Keynes argumentó que los salarios rígidos, la deflación y un tipo de cambio sobrevaluado habían causado la depresión en Gran Bretaña.

En segundo lugar, es importante destacar que en relación a la crisis de 1920-21, la iniciada en 1929 tardó más en alcanzar su punto mínimo. En el caso de la primera, ocurrió quince meses más tarde, y en el de la segunda, 45 meses después (marzo de 1933).

El tercer dato importante es que una vez que la actividad económica alcanzó su punto mínimo en 1932, la recuperación fue anémica y por debajo tanto de la tendencia del PBI potencial como de la recuperación de las economías británica y alemana.

**Evolución Comparativa de la Producción Industrial**  
(meses desde el punto mínimo, pico anterior=100)



Fuente: FRED y Bank of England.

Del análisis de la evidencia y numerosos estudios realizados en las últimas tres décadas se pueden extraer dos conclusiones importantes. Primero, una serie de decisiones tomadas por el gobierno de Hoover y la Reserva Federal entre 1929 y 1932 contribuyeron a profundizar y globalizar una recesión ordinaria y la convirtieron en una depresión global. Segundo, al introducir rigidices en los mercados y neutralizar el impacto de una política monetaria más expansiva, el “*New Deal*” de Roosevelt contribuyó a retardar la recuperación económica. Consecuentemente, más que una crisis del capitalismo (uno de los tantos mitos que sobreviven), se podría decir que la Gran Depresión fue más bien una crisis creada (o al menos magnificada) por el intervencionismo estatal y la mala praxis del gobierno.

Otro mito bastante generalizado es que Hoover aplicó políticas ortodoxas y de *laissez-faire* mientras que FDR hizo lo opuesto. En realidad, la primera reacción de Hoover no fue dejar que la economía se equilibrara por si sola sino todo lo contrario (Rappleye, 2016, pp.111-114). De hecho, tal como explicó Rothbard, su intervención del mercado laboral contribuyó a agravar la recesión:

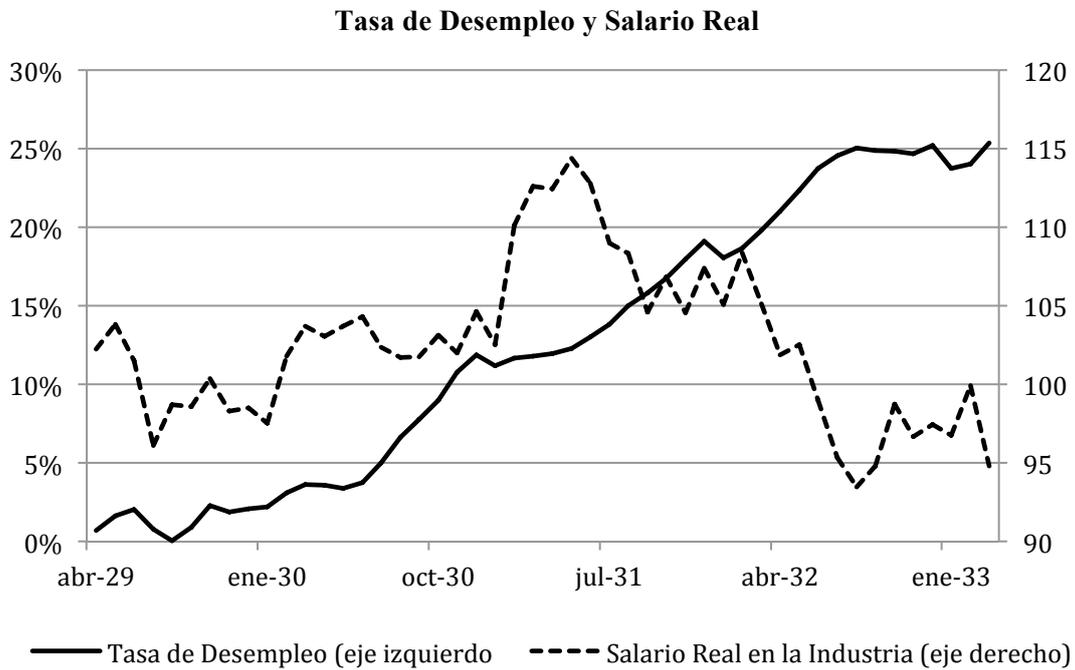
Su decisión más importante fue convocar una serie de conferencias en la Casa Blanca con los principales financistas e industriales del país para inducirlos a mantener las tasas salariales y expandir sus inversiones. Tal expansión inducida artificialmente solo podría generar pérdidas a las empresas y, por lo tanto, profundizar la depresión (Rothbard, 2000, p.210).

La política de Hoover consistió en mantener los salarios nominales altos, promover las negociaciones colectivas y hacer la vista gorda ante las prácticas anti-competitivas y la monopolización en la industria (Roosevelt siguió una política parecida). En uno de los primeros estudios sobre el tema, Shister (1944) encontró que la rigidez salarial fue mayor en aquellos sectores industriales en los que el tamaño promedio de las empresas era mayor, justamente aquellas que fueron presionadas por Hoover. Según Ebell y Ritschl (2008) la política salarial de Hoover sumada a una decisión favorable de la Corte Suprema a favor de los sindicatos y implicaron un “cambio de régimen” en el mercado laboral que tuvo un impacto significativo sobre la actividad económica (y que sentó las bases de las políticas laborales del “New Deal”).

Ohanian (2009) confirmó empíricamente que la rigidez laboral durante los primeros años de la presidencia de Hoover explica aproximadamente dos tercios de la caída de la oferta agregada. El modelo de Ohanian permite explicar no sólo la intensidad y la persistencia de la recesión de la economía norteamericana sino la asimetría con la que afectó a la industria en relación a la agricultura (sector en el que hubo mayor flexibilidad laboral). Un trabajo más reciente confirmó que la presión de Hoover pudo haber contribuido a crear rigidices en el mercado laboral y retrasado el ajuste salarial pero relativizó su impacto macroeconómico (Rose, 2010).

Aunque de una manera distinta, las políticas laborales de Hoover durante el primer año y medio de la Gran Depresión generaron una dinámica en el mercado laboral parecida a la que había imperado en Gran Bretaña durante los años veinte: al tratar de mantener e incluso aumentar los salarios nominales en plena deflación, se produjo un

aumento significativo de los salarios reales que, combinado con la fuerte caída de la actividad económica, contribuyó a aumentar la tasa de desempleo.



Fuente: FRED.

En paralelo, Hoover intentó reactivar la economía con un programa de expansión del gasto público inspirado en las ideas de William T. Foster y Willard Catchings, a quienes se puede considerar como los precursores de las políticas keynesianas en Estados Unidos (Ocampo, 2020d). Entre 1929 y 1932 el gasto público aumentó 50% en términos nominales, algo inédito en tiempos de paz. Luego, a principios de 1932, debido al creciente déficit fiscal y bajo presión de *Wall Street*, Hoover cometió otro error: aumentó fuertemente los impuestos. La tasa marginal para quienes ganaban más de \$100,000 aumentó de 25% al 62%. El aumento de la presión impositiva no sólo profundizó la recesión sino que además hizo más regresiva su estructura: la proporción de los impuestos pagados por el grupo de mayores ingresos cayó del 50% al 27% (De Rugy, 2003). Consecuentemente, en vez de reducir el desequilibrio fiscal la suba de impuestos contribuyó a aumentarlo. Entre 1931 y 1932 el déficit se multiplicó por cinco. De hecho el *slogan* de Roosevelt durante la campaña presidencial fue: “Hay que reducir el déficit”.

Además de introducir rigideces en el mercado laboral y de seguir una política fiscal errática, otras tres decisiones adoptadas durante la presidencia de Hoover contribuyeron a convertir una simple recesión en una depresión global: 1) la drástica contracción de la oferta monetaria, 2) una intervención en los mercados agrícolas que estimuló la sobreproducción y caída de los precios y 3) una suba de aranceles que empujó al mundo al proteccionismo (Ley Smoot-Hawley).

La política monetaria durante la presidencia de Hoover fue errática y contribuyó a agravar la crisis. Para empezar, como señalaron Friedman y Schwartz (1963), la Fed mantuvo una actitud pasiva frente a los cierres de los bancos, lo cual provocó una contracción brutal de la oferta monetaria. La primera crisis bancaria ocurrió a fines de 1930. El cierre del *Bank of the United States* en Nueva York generó una corrida bancaria. Aunque se trataba de una entidad privada, dado su nombre semi-oficial contribuyó a generar pánico en los depositantes. En 1931 hubo otras dos crisis bancarias. La primera fue entre marzo y agosto y fue provocada por la caída del banco austríaco *Creditanstalt* que provocó “un paro cardíaco” en el sistema financiero global. Para cuando los mercados comenzaban a tranquilizarse Gran Bretaña decidió abandonar el patrón oro, lo cual provocó otro paro cardíaco. La Fed no sólo no actuó como prestamista de última instancia sino que además subió la tasa de descuento para prevenir una fuga de oro. El impacto fue doblemente negativo. La cuarta y última crisis bancaria de la presidencia de Hoover comenzó a fines de 1932 y culminó con el feriado bancario decretado por Roosevelt apenas sumió la presidencia. Entre diciembre de 1929 hasta marzo de 1933, los cierres de bancos contribuyeron a que la oferta monetaria se redujera un tercio en relación al pico alcanzado en agosto de 1929, tres veces más que la peor caída hasta entonces (Friedman y Schwartz, 1963, p.299).

Como ha señalado Mundell (1999), otro error clave en materia monetaria fue la adhesión irrestricta al patrón oro entre 1930 y 1932. En vez de inyectar liquidez al sistema, la Reserva Federal eligió defender la paridad del dólar. En octubre de 1931, poco después de que Gran Bretaña abandonara el patrón oro, la Fed aumentó la tasa de redescuento de 1% al 3%, exacerbando los problemas del sistema bancario y profundizando la deflación (los precios mayoristas cayeron 35% entre 1929 y 1933).

En los primeros meses de 1930, Hoover extendió el control gubernamental sobre los mercados agrícolas al expandir el alcance de la *Federal Farming Board* (FFB), una

agencia del gobierno que creada por el Congreso meses antes de la crisis para estabilizar los precios. Para mantener los precios de las cosechas de granos y algodón Hoover empujó a la FFB a financiar y subsidiar a los agricultores. El plan fue un fracaso, ya que tuvo el efecto contrario. Al estimular la producción, esta medida contribuyó a generar un exceso de oferta que puso presión sobre los precios: entre octubre de 1929 y fines de 1931 el precio del trigo cayó 60%, contribuyendo a profundizar la deflación. Esta caída agravó notablemente la situación financiera de los granjeros (Fausold, 1977, p.372. Frente a una ola de bancarrotas en el sector agrícola, que también atentaba contra la solidez del sistema bancario, Hoover cambió de plan y comenzó a pagarle a los granjeros para que no sembraran. Sin embargo, los precios siguieron cayendo. Esta errática política intervencionista tuvo el efecto “de desmoralizar los mercados por completo, mediante la acumulación de existencias y la creación de incertidumbre” (Robbins, 1934, p.135).

También con la intención de ayudar a los granjeros, en diciembre de 1929 Hoover presionó al Congreso para que aumentara los aranceles a las importaciones agrícolas de países como Argentina y Australia. Desde mayo, por iniciativa del senador Smoot y el diputado Hawley el Congreso norteamericano negociaba la aprobación de una reforma arancelaria. Durante los meses siguientes los anuncios de avances en la legislación tuvieron un impacto negativo sobre el mercado bursátil. De hecho, el crac bursátil del 24 octubre de 1929 tuvo lugar el día después de que el Senado aprobara un aumento de aranceles sobre las importaciones de Canadá (Reynolds, 1979, p.1418). El proyecto de ley finalmente aprobado incluyó aumentos de aranceles sobre más de 20.000 productos industriales. A pesar de que más de mil economistas publicaron una carta abierta en el *New York Times* recomendando su veto, el 17 de junio de 1930 Hoover firmó la Ley Smoot-Hawley. Según Robbins, la aprobación de esta legislación en un momento crítico contribuyó a profundizar la depresión (Robbins, 1934, p.69). Esta una de las proposiciones más ampliamente aceptadas por economistas e historiadores en Estados Unidos (Whaples, 1995, p.144).

La segunda etapa de la recuperación norteamericana comenzó con la inauguración de Roosevelt en marzo de 1933. Durante los primeros cien días de su gestión se aprobaron más de una docena de reformas e intervenciones gubernamentales en la actividad económica que pasaron a la historia con el nombre de “*New Deal*”. Entre

otras cosas, Roosevelt profundizó la política de expansión del gasto público y de déficits fiscales iniciada por su antecesor a pesar de que la había criticado durante su campaña. Entre 1932 y el pico en 1936 el gasto aumentó 81% llegando a representar casi 10% del PBI (contra un promedio de 3,9% para el período 1923-32). Por otro lado, la acumulación de déficits fiscales hizo que la deuda pública aumentara casi \$15.000 millones, pasando de 33 a 40% del PBI. Sin embargo, según Alvin Hansen, FDR no siguió “un programa expansionista realmente positivo” (Hansen, 1941, p.84). En su opinión, “durante los años treinta los gastos del gobierno no tuvieron una magnitud bien calculada para reemplazar a la inversión privada como medio para estimular la expansión del empleo” (*ibid.*, p.85).

¿Si la tenue recuperación económica durante la presidencia de FDR no fue consecuencia de la expansión del gasto público que otro factor o factores la explica? Según Romer (1989) el principal factor fue una fuerte expansión monetaria, que al reducir las tasas de interés reales, esto alentó la inversión y el consumo de bienes durables. Si bien es cierto que a partir de 1935 una reforma de los estatutos de la Reserva Federal le dio enorme poder a Roosevelt sobre las decisiones de política monetaria, no es posible adjudicarle el mérito por esta expansión. El principal factor que explica el aumento de la base monetaria entre 1933 y 1937 fue el fuerte ingreso de oro proveniente de Europa a partir de mediados la década.

Según un informe de la Reserva Federal de Nueva York fechado en 1936, los ingresos de oro a mediados de la década de 1930 fueron impulsados por “la persistencia de incertidumbre en la situación económica y monetaria europea y más especialmente en la situación política europea” (FRBNY, 1936, p.10). Las naciones exportadoras de oro eran las que aún no habían abandonado el patrón oro. Por ejemplo, los grandes flujos de oro en junio de 1935 fueron impulsados por la devaluación del franco belga. También llegó oro de Suiza y los Países Bajos, que todavía adherían al patrón oro. La decisión de Roosevelt en enero de 1934 de fijar la paridad del oro en 35 dólares (versus 20,67 en 1933) también tuvo gran impacto. En sólo un mes, las reservas de oro en el Tesoro y la Reserva Federal aumentaron 89%.

La invasión de Etiopía en octubre de 1935 generó temor e incertidumbre en los mercados y también contribuyó a la fuga de oro europeo a Estados Unidos. En años siguientes, a medida que aumentaba la probabilidad de una guerra en Europa la fuga

se aceleró en un típico fenómeno de “*flight to quality*” (Jaremski y Mathis, 2017, p.17).



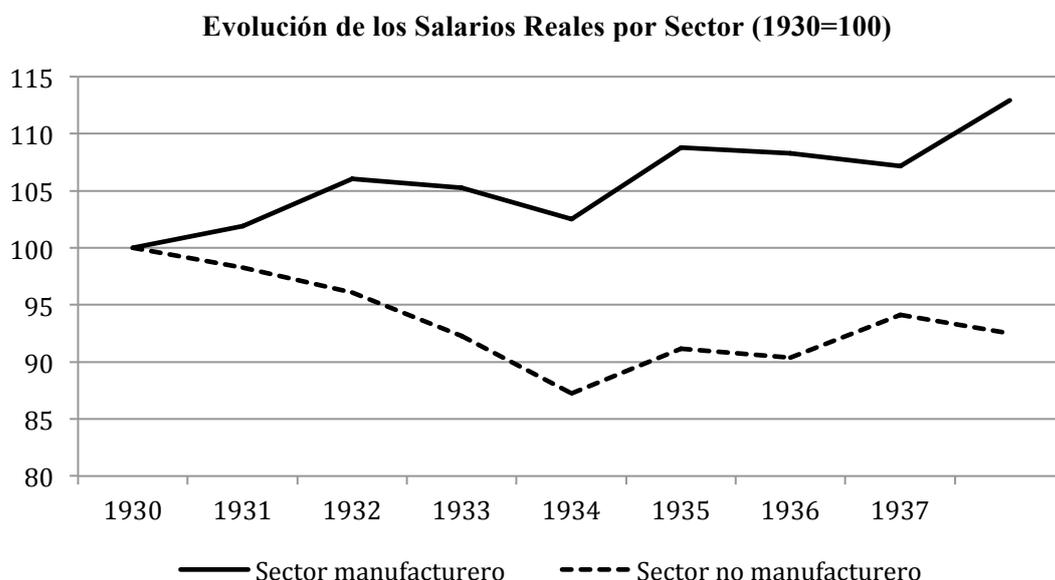
Fuente: FRED.

Quizás la decisión de FDR que tuvo más impacto positivo sobre la actividad económica fue la de abandonar el patrón oro y luego permitir la libre flotación del dólar, lo que en efecto significó una fuerte devaluación. La primera decisión tuvo lugar en las primeras semanas de su presidencia. Como ha explicado Edwards (2015), no lo hizo por convicción sino por forzado por las circunstancias (la crisis bancaria iniciada a fines de 1932 había llegado a su punto máximo de intensidad al momento de su asunción a la presidencia). Sea como fuere, la fuerte devaluación del dólar frenó la deflación global que se había iniciado después de la Primera Guerra Mundial y en el muy corto plazo tuvo un impacto positivo sobre la producción industrial (Eichengreen, 1992, pp.342-344).

Sin embargo, el estímulo generado por la devaluación de 1934 y la expansión monetaria fue en parte neutralizado por las políticas industriales y laborales del “*New Deal*”. La *National Industrial Recovery Act* (NIRA), pilar del programa económico de Roosevelt, contribuyó “perversamente” a frenar la recuperación del empleo y la producción industrial (Eichengreen, 1992, p.344, Glasner, 2011). Gracias a una decisión de la Corte Suprema de abril de 1935 que declaró su inconstitucionalidad la producción industrial comenzó a reanimarse nuevamente.

Otro factor que contribuyó a la recuperación a pesar de las políticas de Roosevelt fue el fuerte aumento de la productividad (casi 25% entre 1933 y 1937). Este aumento fue consecuencia de dos factores: primero los altos niveles de inversión durante la década del veinte, segundo la fuerte caída de la inversión durante la primera mitad de la década del treinta. Entre marzo de 1933 y agosto de 1937 la producción industrial se duplicó mientras que el stock de capital se mantuvo prácticamente constante y el nivel de empleo aumentó 41% (Lee y Ohanian, 2007, pp.26,27).

Hay dos aspectos llamativos de la recuperación bajo la presidencia de Roosevelt anterior al inicio de la Segunda Guerra Mundial. Primero, ya mencionado anteriormente, que fue muy débil, lo cual resulta obvio del análisis de las estadísticas de PBI per cápita. Segundo, que en varios sectores de la economía los salarios reales aumentaron por encima de la tendencia lo cual contradice lo que predice la teoría económica. Según Lee y Ohanian (2004), esta aparente contradicción se explica por la política de “cartelización” del “*New Deal*” que limitó la competencia y aumentó el poder de negociación de los sindicatos en el sector industrial. Esta sería uno de los principales factores que explican por qué las políticas de Roosevelt no lograron reactivar la economía y bajar la tasa de desempleo.



Fuente: Lee y Ohanian (2007).

Un estudio de Hatton y Thomas (2010) confirma la hipótesis de que tanto bajo Hoover como Roosevelt, la intervención gubernamental en el mercado laboral, particularmente en la industria manufacturera, introdujo rigideces que contribuyeron a una tasa de desempleo alta y persistente. Esto se puede observar claramente en el siguiente gráfico que compara la evolución de los salarios del sector manufacturero (más sindicalizados) y los del resto de la economía.

La tesis de la recuperación anémica bajo el “New Deal” tiene sus detractores. Según Hansen, la recuperación a partir de 1933 fue a una tasa “satisfactoria” que fue “tan rápida como podía digerir el organismo económico” (Hansen, 1941, p.83). Es una aseveración parcialmente cierta. En realidad, una tasa de crecimiento más alta hubiera sido digerible para la economía si hubiera aumentado la inversión privada. Field (2013) rechazó de plano la tesis de la recuperación anémica. En su opinión, fue extraordinaria y se manifestó en fuertes aumentos de la producción, el empleo, el consumo y los índices bursátiles. El ya citado Rauchway (2015) llegó a una conclusión similar.

El debate entre ambas posiciones se puede dilucidar de varias maneras. En primer lugar, no hay duda de que la tasa de crecimiento del PBI per cápita entre 1932 y 1937 fue extraordinariamente alta (5,6% por año, sólo superada por la de Alemania). Sin embargo, en 1937 el PBI de per cápita era 7% inferior al de 1929, lo cual indica que estaba clara y significativamente por debajo de su nivel potencial. Al igual que en Alemania, hubo un efecto “rebote” que en comparación con otros países se explica por la magnitud, también extraordinaria, de la caída entre 1929 y 1932 (29% del PBI, después de Canadá la más alta en el mundo industrializado).

La segunda manera de dilucidar la cuestión es mediante una regresión lineal que explica PBI per cápita en 1936-38 en función del PBI per cápita 1931-33 para 51 países para los cuales hay datos y compararlo con el efectivamente alcanzado por Estados Unidos. Este método indica que en, relación al resto del mundo, en el trienio 1936-38 el PBI per cápita norteamericano fue 13% más alto de lo esperado dado su nivel en 1931-33. Sin embargo, este desempeño relativo fue algo superior al de Canadá (5%) y Gran Bretaña (6%) pero inferior al de Alemania (18%).<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> Excluyendo a Estados Unidos de la regresión lineal mejora levemente la diferencia a 14%.

Otra manera de ver si la recuperación norteamericana fue extraordinaria es extrapolar el PBI per cápita de 1929 a la tasa de crecimiento observada entre los picos del ciclo anterior (1921-29) y compararlo con el observado en 1937. Según esta metodología, en este último año el PBI per cápita fue casi un 30% inferior a lo que debería haber sido. Sin embargo, no se le puede adjudicar al “*New Deal*” toda la responsabilidad por este resultado, ya que fue lanzado recién en 1933.<sup>11</sup> De hecho, la tasa de crecimiento del período 1932-37 (5,6% por año) fue superior a la del período 1921-29 (3,3% por año). Si en cambio utilizáramos 2% por año, que es la tasa de crecimiento promedio del PBI per cápita norteamericano del siglo veinte (Kehoe y Prescott, 2007, p.9), el PBI observado en 1937 fue casi 20% inferior al potencial. En resumen, la tasa de crecimiento económico durante el período 1933-1937 fue extraordinariamente alta en términos absolutos, levemente superior al promedio del resto del mundo y baja en relación al potencial productivo de la economía norteamericana.

Esta última conclusión es la más relevante y se explica por la fuerte caída de la inversión privada durante todo el período del “*New Deal*”. Como ha explicado Higgs (1997), la actitud confrontativa de Roosevelt frente a los empresarios, sumada a la suba de impuestos y mayores regulaciones, implicaron un cambio de régimen adverso a la iniciativa privada. Durante la recuperación de 1933-1937, la proporción del PBI dedicado a la inversión promedió 15%, en comparación con 20% durante la posguerra. Una tasa de inversión tan baja llevó a una disminución del stock de capital. Según Lee y Ohanian (2007) el stock bruto de capital privado fijo reproducible cayó más del 6% ciento entre 1929 y 1939, una caída de más del 25% en relación a la tendencia. La incertidumbre generada por el “*New Deal*” entre los empresarios se mantuvo hasta el comienzo de la Segunda Guerra Mundial cuando hubo un cambio de guardia en el grupo de asesores de Roosevelt (el famoso “*Brains Trust*”).

Para concluir, vale la pena citar la evaluación que hizo Harry Morgenthau Jr., Secretario del Tesoro de FDR, de los logros del *New Deal* en una reunión privada que tuvo lugar en mayo de 1939:

Hemos intentado gastando dinero. Estamos gastando más de lo que nunca antes hemos gastado y no ha funcionado... No hemos cumplido nuestras

---

<sup>11</sup> Defino al “*New Deal*” en su sentido amplio como todos los proyectos de obras públicas, reformas financieras y regulaciones promulgadas por el presidente Franklin D. Roosevelt en Estados Unidos entre 1933 y 1939.

promesas... después de ocho años de esta Administración tenemos tanto desempleo como cuando comenzamos... Y encima una deuda enorme.<sup>12</sup>

### *Alemania: De la Ortodoxia a la Heterodoxia*

El análisis de la política económica implementada en Alemania entre 1930 y 1937 también requiere distinguir entre dos períodos claramente diferenciados que casi coinciden con los de Estados Unidos. Durante el primero quien mayormente tuvo las riendas del gobierno fue Heinrich Brüning, canciller durante entre 1930 y mayo de 1932. Brüning fue sucedido por Franz von Papen (cinco meses) y luego Kurt von Schleicher (dos meses). Hitler asumió el poder en enero de 1933, dos meses antes que FDR. A diferencia de lo que ocurrió en Estados Unidos y Gran Bretaña, entre 1934 y 1937 la política económica estuvo bajo el mando de Hjalmar Schacht.

Al comenzar 1930 la situación de Alemania era mucho más complicada que la de Gran Bretaña y Estados Unidos debido el enorme peso de las reparaciones de guerra y el alto nivel de endeudamiento externo, tanto del sector privado como del sector público (especialmente a nivel municipal). Además, el gobierno se encontraba en una situación políticamente vulnerable con un sistema parlamentario que bajo la República de Weimar tenía sólo diez años de existencia. Brüning intentó impulsar una política de expansión de la obra pública para reducir el desempleo pero no pudo debido a las restricciones que el Plan Young imponía sobre Alemania. La explicación es plausible. Bajo el patrón oro, con pagos anuales por reparaciones de 2.000 millones de marcos y los mercados de capitales internacionales cada vez más nerviosos, la única opción para el gobierno era una política de austeridad deflacionaria (Tooze, 2006, p.17). La propuesta que hizo Brüning de una moratoria para el pago las reparaciones fue rechazado por los aliados, lo cual puso fin a su gobierno y le abrió la puerta al poder a Hitler.

Otra alternativa para Alemania hubiera sido abandonar el patrón oro como lo hizo Gran Bretaña en septiembre de 1931. Pero con el recuerdo aun fresco de la hiperinflación de 1923 era políticamente inviable devaluar el marco. Además, sin un acuerdo por las reparaciones la devaluación sólo contribuiría a aumentar su peso. A finales de mayo de 1932, Brüning finalmente propuso un programa de creación de

---

<sup>12</sup> Blum (1959), p.24.

empleo financiado por el estado pero en medio de una crisis política fue obligado a renunciar. Fue Kurt von Schleicher quien en diciembre de 1932 lanzó el primer plan para combatir el desempleo (Tooze, 2006, p.53).

Al igual que en Gran Bretaña y Estados Unidos, en los primeros años de la Gran Depresión la rigidez del mercado laboral contribuyó al aumento del desempleo (Fischer y Hornstein, 2007). Con seis millones de desempleados y la industria funcionando al 50% de su capacidad, cuando Hitler llegó al poder a principios de 1933 la situación económica era similar a la que enfrentaría Roosevelt en Estados Unidos (Garraty, 1973). Inicialmente, el Ministerio de Economía del Tercer Reich quedó a cargo de Kurt Schmitt mientras que la política monetaria bajo el control del *Reichsbank* liderado por Hjalmar Schacht. En 1934 Schacht desplazó a Schmitt y se convirtió en el zar de la economía nazi.

Hay quienes sostienen que el régimen nazi aplicó un keynesianismo *avant la lettre*. Joan Robinson afirmó alguna vez que Hitler encontró “cómo curar el desempleo antes de que Keynes terminara de explicar por qué ocurría” (1972, p. 8). Obviamente el remedio al que se refería Robinson era el gasto en obras públicas. Recientemente Ben Bernanke expresó una opinión parecida:

[En] cierto sentido, la persona que más entendió [el impacto de] la política fiscal fue Adolf Hitler. Por supuesto, tenía otros objetivos en mente, pero el rearme de Alemania en los años 30 fue tan grande y extenso, que su efecto secundario, junto con un gran programa de construcción de carreteras, fue tal que Alemania, que tuvo una depresión muy profunda, en realidad salió mucho más rápido que otros países, lo cual sugiere que un programa fiscal más agresivo también habría ayudado a los Estados Unidos (Dubner, 2015)

También hay quienes han argumentado que las políticas económicas implementadas en Alemania durante 1933-1937 eran similares a las que propuso Sir Oswald Mosley en 1930 en Gran Bretaña para combatir el desempleo (Kirkus Reviews, 1975). Según una interpretación tuvieron un antepasado intelectual en común: la teoría del crédito social de Douglas (Preparata, 1998, pp.153-173).<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> Keynes también menciona a Douglas como uno de los “precursores” de la demanda efectiva junto con Malthus, Gesell y Hobson en la *Teoría General* (1936, pp.370-371).

En realidad las similitudes son casi tan importantes como las diferencias. Entre las primeras se puede destacar: a) el aislamiento de la economía del comercio internacional y los flujos de capitales, b) el control total de las políticas monetarias y crediticias y del sistema bancario, y, c) el estímulo a la producción mediante una expansión crediticia no inflacionaria. Hubo cuatro diferencias importantes. Primero, Mosley nunca propuso algo parecido a los bonos *Mefo* (ver más abajo) sino más bien créditos directos a los trabajadores. En segundo lugar, estaba en contra del patrón oro y un régimen de tipo de cambio fijo. Tercero, nunca abogó por un programa agresivo de rearme ni lo convirtió en la piedra angular de su “política nacional”. De hecho, apoyó un desarme coordinado a nivel mundial (1934, p. 155). Finalmente, Mosley buscaba aumentar la demanda agregada aumentando el poder adquisitivo de los trabajadores (Ocampo, 2020a).

Hay que tener en cuenta otras consideraciones importantes. Primero, a Hitler no le interesaba la economía y sabía muy poco del tema. Durante el período 1933-1937 el artífice de la política económica en Alemania fue Hjalmar Schacht. Aunque Schacht creía “en un papel creativo para la política monetaria”, Schacht no era “amigo de los programas de obras públicas” (Tooze, 2006, p.41). De hecho, aceptaba los preceptos de la teoría cuantitativa del dinero (en el largo plazo). En su opinión, la creación de dinero era inofensiva solo si iba acompañada de un aumento simultáneo en la cantidad de servicios y bienes (1966, p.355). Además, excepto con respecto a la política de rearmamento (que consideraba vital para Alemania) Schacht fue un defensor de la austeridad fiscal.

Es probable que Schacht conociera las propuestas de Mosley de 1930 y también las de Lloyd George de 1929 (ambas fuertemente influenciadas por Keynes). Sea como fuere, las políticas de expansión del gasto público tenían numerosos adherentes en Alemania, tanto en el ámbito de la política como el de la academia (Ocampo, 2020d). Además de ser economista por formación, Schacht tenía dos décadas de experiencia en la banca en el sector público y privado. Como veremos, no necesitaba copiar ideas supuestamente novedosas de economistas o políticos ingleses ya que tenía las propias.

En mayo de 1934 Schacht consiguió que Hitler lo nombrara Ministro de Economía en reemplazo de Schmitt (manteniendo la presidencia del *Reichsbank*) y se convirtió en el zar de la economía alemana. Sin embargo, su poder e influencia fueron

gradualmente desvaneciéndose a medida que el régimen nazi se radicalizaba. En noviembre de 1937 fue forzado a renunciar al cargo de Ministro de Economía y en enero de 1939, harto de su independencia, Hitler le pidió que renunciara a la presidencia del *Reichsbank*.

Si uno cree en las estadísticas oficiales, la mayor caída en el desempleo ocurrió antes de que el régimen nazi lanzara el “Plan Reinhardt” (junio de 1933). Para septiembre de 1933 en Alemania había 4 millones desempleados, un tercio menos que en enero (Tooze, p .47). Varios factores explican la fuerte caída de la tasa de desempleo entre 1932 y 1936. Primero, el cambio de gobierno inicialmente generó un shock de confianza, especialmente con el nombramiento de Schacht, alguien cercano al mundo empresario, como presidente del *Reichsbank*. Segundo, hubo un rebote cíclico debido a la acumulación de inventarios que habían caído a niveles mínimos. En tercer lugar, los programas de creación de trabajo lanzados a fines de 1932 por el gobierno de Schleicher. Finalmente, y quizás más importante, fue que los salarios reales se mantuvieron relativamente bajos durante la recuperación. Esta es una cuestión no menor que ni Robinson ni Bernanke parecen haber considerado. Bajo el régimen nazi, las negociaciones colectivas fueron suspendidas y los salarios nominales se fijaron a los niveles de 1933 (Umbach, 1945). Hitler agrupó a todos los sindicatos independientes bajo una confederación nacional (*Deutsche Arbeitsfront*) bajo su estricto control a la que todos los trabajadores del sector industrial estaban obligados a afiliarse (Hamburger, 1944). Una vez que la economía comenzó a recuperarse, el gobierno impuso salarios máximos y restringió la movilidad laboral.

El tan promocionado esquema de construcción de autopistas (“*Autobahnen*”) que menciona Bernanke tuvo un impacto limitado. En 1933, no más de 1.000 trabajadores fueron empleados en el primer proyecto y solo 38.000 doce meses después (Tooze, p.47). Sin embargo, Overy (1975) le asignó gran importancia por su impacto en la producción de automóviles. Según Silverman (1993), el impacto de la inversión pública sobre el nivel de empleo fue mínimo en 1933 y, en el caso de la construcción de viviendas, se revirtió en 1934 cuando el segundo programa Reinhardt agotó su financiamiento. En cuanto al gasto militar, fue relativamente bajo entre 1933 y 1935 pero a partir de entonces contribuyó sustancialmente a sostener la recuperación. Según Silverman, es un mito que durante los años pico el gasto del gobierno alemán

en programas de creación de trabajo fuera superior al del “*New Deal*”. En ambos casos estos gastos representaron aproximadamente 2,5% del Producto Bruto Nacional.

Ritschl (2000) concluyó que la recuperación de la economía alemana bajo el nazismo se debió “principalmente a un efecto de rebote, que ya era visible en los datos a fines de 1932”, y que lejos de ser un “ejercicio de libro de texto sobre la estimulación keynesiana de la demanda agregada”, ejemplificó “el caso paradójico de la expansión de la demanda pública sin la creación de la demanda keynesiana” (p.17). Fischer y Hornstein (2007) concluyeron que la política fiscal explica aproximadamente un tercio de la recuperación, mientras que el fuerte aumento de la productividad explicaría el resto. El rezago de los salarios reales a su vez explica el crecimiento del empleo. Según un estudio más reciente, aunque los programas de creación de trabajo y el aumento del gasto en defensa no fueron condición necesaria para lograr el pleno empleo en 1936/37 fueron condición suficiente (Fremdling y Stäglin, 2015). En cualquier caso, lo que queda claro es que aunque la economía alemana se recuperó, el consumo privado quedó estancado y los salarios reales cayeron.

Quizás el aspecto más original de la política monetaria de Schacht fue la emisión de los llamados bonos Mefo. Sin embargo, su objetivo principal no fue el de financiar obras públicas para estimular la economía, sino más bien el de financiar de manera subrepticia los crecientes gastos militares. Esta ingeniería financiera le permitió a Hitler violar los términos del Tratado de Versalles sin llamar la atención de Inglaterra y Francia. Schacht (1955) reconoció que fue un esquema “atrevido” que contradecía los “métodos comerciales que las teorías económicas clásicas de Gran Bretaña nos habían legado” (p. 548). En su opinión, el éxito de los bonos Mefo demostró empíricamente una idea que Keynes luego demostraría “teóricamente”: que era “posible compensar la falta de inversión a través de la expansión de crédito sin ningún riesgo de engendrar inflación” (1967, p.115-116).

Hay otros dos aspectos importantes de la política económica del nazismo que es necesario resaltar: la adhesión a un régimen de tipo cambio fijo a la paridad de 1931 y la autarquía comercial y financiera. Esta combinación de política tuvo resultados previsibles. A pesar de los fuertes controles de cambio, Alemania se quedó rápidamente sin reservas y tuvo que recurrir a esquemas de trueque para comprar los insumos que necesitaba su industria, que aunque históricamente había estado

orientada a la exportación, tuvo que redirigir sus recursos a actividades vinculadas a la defensa y la producción de armamentos. Es decir, una especie de mercado-internismo militarista.

### **3. Conclusiones**

En la discusión sobre la influencia del keynesianismo muchas veces se confunde teoría económica y política económica. La realidad es que ni en una ni en la otra Keynes agregó demasiada originalidad. Ni Hoover, ni Hitler, ni Roosevelt esperaron a la publicación de la *Teoría General* para lanzar políticas intervencionistas y de expansión del gasto público. Tampoco resulta obvio que se hayan inspirado en las ideas o las propuestas que Keynes venía exponiendo y recomendando desde 1924. Cualquier influencia intelectual sobre la política económica seguida por los gobiernos de Estados Unidos y Alemania a partir de 1930 provino más de economistas, banqueros y empresarios de ambos países durante las décadas precedentes.

En la Alemania nazi no hubo keynesianismo sino una política heterodoxa que combinó un fuerte aumento de la inversión pública en industrias vinculadas con el armamento y la defensa con una fuerte expansión crediticia, acompañadas por autarquía comercial y financiera y represión de los mercados financieros y laborales. En Estados Unidos, la profundidad de la recesión inicial se debió a los errores de Hoover, que combinó erráticamente proto-keynesianismo, intervencionismo y austeridad fiscal. En cuanto al “*New Deal*” de Roosevelt, contribuyó a retardar la recuperación al desalentar la inversión privada.

Keynes tampoco fue profeta en su tierra. En el ámbito de la política los precursores de las políticas activistas fueron Lloyd George, tímidamente, y Sir Oswald Mosley, con un programa radical de reformas (ambos fuertemente influidos por Keynes). Pero ninguno de los dos llegó al poder y la política adoptada por el gobierno durante los años treinta fue un híbrido que combinó la austeridad fiscal con una fuerte expansión crediticia tal como recomendaba Hawtrey. La principal concesión a Keynes (y a Mosley) fue el proteccionismo. Los resultados obtenidos por los gobiernos de Mac Donald y Baldwin con estas políticas fueron superiores en términos de actividad económica y empleo que los que obtuvieron Hoover, Roosevelt y Hitler expandiendo el gasto público e interviniendo en los mercados. Sin embargo, estas políticas no

lograron sacar a la economía británica del estancamiento en la que estaba sumida desde los años veinte. Esto se debió fundamentalmente a que no se eliminaron las rigideces en el mercado laboral introducidas por la política gubernamental antes de la Primera Guerra Mundial.

De todo lo anterior se pueden extraer dos conclusiones importantes. Primero, la Gran Depresión no fue una crisis generada por la inestabilidad inherente del capitalismo sino más bien consecuencia de una serie de errores de política económica en los principales países industrializados. Segundo, sea cual haya sido su origen, el mundo no salió de la crisis gracias a las políticas keynesianas. Por el contrario, la expansión del gasto, el intervencionismo en los mercados y el proteccionismo contribuyeron a profundizar la crisis y retrasar la recuperación económica, especialmente en Estados Unidos.

#### **4. Bibliografía**

Arndt, H.W. (1944) *The Economic Lessons of the Nineteen-Thirties: A Report*. London: Frank Cass & Co. Ltd., 1963.

Ayres, C. E. (1946) “The Impact of the Great Depression on Economic Thinking”, *The American Economic Review*, Vol. 36, No. 2, Papers and Proceedings of the Fifty-eighth Annual Meeting of the American Economic Association (May), pp. 112-125.

Benjamin, D.K y Kochin, L. A. (1979) “Searching for an Explanation of Unemployment in Interwar Britain”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 87, No. 3 (June), pp. 441- 478.

\_\_\_\_\_ (1982) “Unemployment and Unemployment Benefits in Twentieth-Century Britain: A Reply to Our Critics”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 90, No. 2 (April), pp. 410- 436.

Blum, J.M. (1959) “From the Morgenthau Diaries: Years of urgency, 1938-1941”. New York: Houghton Mifflin.

Broadberry, S. N. (1984) “Fiscal Policy in Britain during the 1930s”, *The Economic History Review*, Vol. 37, No. 1 (February), pp. 95-102.

Calomiris, C W., and Hanes, C. (1994) “Historical Macroeconomics and American Macroeconomic History”, NBER Working Paper No. 4935.

Cannan, E. (1925) “Increased purchasing power and employment”, April 23, pp.397-398, in Cannan, E. (1927) *An Economist Protest*. London: P.S. King & Son, Ltd..

Cole, H.J. y Ohanian, L.E. (2002) “The U.S. and U.K. Great Depressions through the Lens of Neoclassical Growth Theory”, *The American Economic Review*, Vol. 92, No. 2, (May), pp. 28-32.

\_\_\_\_\_ (2004) “New Deal Policies and the Persistence of the Great Depression: A General Equilibrium Analysis,” *The Journal of Political Economy*, vol. 112(4), August, pp. 779-816.

\_\_\_\_\_ (2007) “A Second Look at The U.S. Great Depression. From a Neoclassical Perspective”, pp. 59-84 en *The Great Depressions of the Twentieth Century*, Kehoe, T.J. y Prescott, E.C. (Eds). Minneapolis: Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Cortés Conde, R. (2003) *Historia económica mundial: desde el Medioevo hasta los tiempos contemporáneos*. Buenos Aires: Ariel.

Crafts, N. (2013) “Returning to Growth: Lessons from the 1930s”, Working Papers 13010, Economic History Society.

Crafts, N. y Fearon, P. (2010) “Lessons from the 1930s Great Depression”, *Oxford Review of Economic Policy*, Volume 26, Number 3, 2010, pp. 285–317.

Crafts, N. y Mills, T.C. (2012) “Rearmament to the Rescue? New Estimates of the Impact of ‘Keynesian’ Policies in 1930s’ Britain”, EHES Working Paper in Economic History, No.31.

Crossman, R.H. (1958) *The Charm of Politics: And Other Essays in Political Criticism*. New York: Harper.

Crotty, J. (2019) *Keynes Against Capitalism: His Economic Case for Liberal Socialism*. London: Routledge.

Crucini, M. y Kahn, J. (2003) “Tariffs and the Great Depression Revisited” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Staff Report No. 172 (September).

Darby, M. R. (1975) “Three-And-A-Half Million U.S. Employees Have Been Misled: Or, An Explanation of Unemployment, 1934-1941”, NBER Working Paper No. 88 (May).

Darity, W. Jr. (1995) “Keynes’ Political Philosophy: The Gesell Connection”, *Eastern Economic Journal*, Vol.21, No.1 (Winter).

De Rugy, V. (2003) “High Taxes and High Budget Deficits The Hoover–Roosevelt Tax Increases of the 1930s”, *CATO Tax and Budget Bulletin*, No.14 (March).

Dimsdale, N. y Horswood, N. (1995) “Fiscal Policy and Employment in Interwar Britain: Some Evidence from a New Model”, *Oxford Economic Papers*, Vol. 47, No. 3 (Jul., 1995), pp. 369-396.

Dimsdale, N., Horswood, N. y Van Riel, A. (2006) “Unemployment in Interwar Germany: An Analysis of the Labor Market, 1927 1936”, *The Journal of Economic History*, Vol. 66, No. 3 (September), pp.778-808.

Dubner, S.J. (2019) Ben Bernanke Gives Himself a Grade (Ep. 229), *Freakonomics*, December 3 [Online] Disponible en <https://freakonomics.com/podcast/ben-bernanke-gives-himself-a-grade-a-new-freakonomics-radio-podcast/> [Consultado el 10 de julio de 2020].

Ebell, M. y Ritschl, A. (2008) “Real Origins of the Great Depression: Monopoly Power, Unions and the American Business Cycle in the 1920s”, CEP Discussion Paper No.876 (June).

Eichengreen, B. (1987) “Unemployment in Interwar Britain: Dole or Doldrums?”, *Oxford Economic Papers*, New Series, Vol. 39, No. 4 (December), pp. 597-623.

\_\_\_\_\_. (1988) “Unemployment in Interwar Britain” IRLE Working Paper No. 13-88, Institute for Research on Labor and Employment, UC Berkeley.

\_\_\_\_\_. (1992) *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*. Oxford: Oxford University Press.

Eichengreen, B. e Irwin, D. A. (2010) “The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?”, *The Journal of Economic History*, vol. 70, issue 4, pp. 871-897.

Ellis, H. S. (1934) *German Monetary Theory, 1905-1933*, second edition. Cambridge: Harvard University Press, 1937.

Fausold, M.L. (1977) “President Hoover's Farm Policies 1929-1933”, *Agricultural History*, Vol. 51, No. 2 (April), pp. 362-377

FRBNY Federal Reserve Bank of New York (1936) *Annual Report*. New York. Disponible online en <https://fraser.stlouisfed.org/title/annual-report-federal-reserve-bank-new-york-467/twenty-second-annual-report-federal-reserve-bank-new-york-year-ended-december-31-1936-17981/fulltext>

Field, A. J. (2013) “Economic Growth and Recovery in the United States, 1919-1941” in *The Great Depression of the 1930s: Lessons for Today*, Crafts, N. and Fearon, P. (Eds). Oxford: Oxford University Press.

Fisher, I. (October 1933) “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions”, *Econometrica*. 1 (4): pp. 337–357.

Fischer, D.M. and Hornstein, A. (2007) “The Role of Real Wages, Productivity, and Fiscal Policy in Germany’s Great Depression, 1928-1937”, pp.139-166, in *Great Depressions of the Twentieth Century*, Kehoe, T.J. y Prescott, E. C. (Eds.). Minneapolis: Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Fremdling, R. and Stäglin, R. (2015) “Work Creation and Rearmament in Germany 1933-1938: A Revisionist Assessment of NS-Economic Policy Based on Input-Output Analysis”, Discussion Papers, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung.

Friedman, M. y Schwartz, A.J. (1963) *A Monetary History of the United States 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press.

- Garraty, J. A. (1973) "The New Deal, National Socialism, and the Great Depression", *The American Historical Review*, Vol. 78, No. 4 (October), pp. 907-944.
- Garvy, G. (1975) "Keynes and the Economic Activists of Pre-Hitler Germany", *Journal of Political Economy*, Vol. 83, No. 2 (Apr., 1975), pp. 391-405.
- Gleason, A. H. (1959) "Foster and Catchings: A Reappraisal", *The Journal of Political Economy*, Vol. 67, No. 2 (April), pp. 156-172 (17 pages).
- Gourevitch, P.A. (1984) "Breaking with Orthodoxy: The Politics of Economic Policy Responses to the Depression of the 1930s", *International Organization*, Vol. 38, No. 1 (Winter, 1984), pp. 95-129.
- Hamburger, E. (1944) "The German Labor Front", *Monthly Labor Review*, Vol. 59, No. 5 (November), pp. 932-944.
- Hanes, C. (1996) "Changes in the Cyclical Behavior of Real Wage Rates, 1869-1990", *Journal of Economic History*, 56:4, (December), pp. 837-61.
- \_\_\_\_\_ (2003) "Nominal Wage Rigidity and Industry Characteristics in the Downturns of 1893, 1929, and 1981," *American Economic Review*, 90, pp. 1432-46.
- Hansen, A. H. (1941) *Fiscal Policy and the Business Cycle*. New York: Norton & Company.
- Hatton, T. J. (1988), "A Quarterly Model of the Labour Market in Interwar Britain," *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 50, pp. 1-26.
- Hatton, T. J. and Bailey R. E (2002), "Unemployment Incidence in Interwar London," *Economica*, 69, pp. 631-54.
- Hatton, T.J. y Thomas, M. (2010) "Labour Markets in Recession and Recovery: The UK and the USA in the 1920s and 1930s", *Oxford Review of Economic Policy*, Volume 26, Issue 3, (Autumn), pp. 463–485.
- Hawtrey, R. G. (1932) *The Art of Central Banking*. London: Longmans, Green and Co.
- Hetzel, R. L. (2002) "German Monetary History in the First Half of the Twentieth Century", *FRB Richmond Economic Quarterly*, vol. 88, no. 1, Winter 2002, pp. 1-35.
- Higgs, R. (1997) "Regime Uncertainty: Why the Great Depression Lasted So Long and Why Prosperity Resumed after the War", *The Independent Review*, Vol. 1, No. 4 (Spring), pp. 561-590.
- Irwin, D.A. (1998) "The Smoot-Hawley Tariff: A Quantitative Assessment", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 80, No. 2 (May), pp. 326-334.
- Jaremski, and Mathis (2017) "How was the Quantitative Easing Program of the 1930s Unwound?", NBER Working Paper No.23788 (September).
- Jenkins, R. (2001) *Churchill. A Biography*. London: Plume Books.

Kehoe, T.J. y Prescott, E. C. (2007) *Great Depressions of the Twentieth Century*. Minneapolis: Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Keynes, J.M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London.

Kindleberger, C. P. (1973) *The World in Depression, 1929-1939, 40th anniversary of a Classic in Economic History*. Berkeley and Los Angeles: University of California Press, 2013.

*Kirkus Reviews* (1975) “Oswald Mosley” by Robert Skidelsky, April 1, 1975 [Online] Available at <https://www.kirkusreviews.com/book-reviews/a/robert-skidelsky-2/oswald-mosley/#> [Accessed on 7 April 2020].

Lee, B. A. (1989) “The Miscarriage of Necessity and Invention: Proto-Keynesianism and Democratic States in the 1930s”, in *The Political Power of Economic Ideas: Keynesianism Across Nations*, Hall, P. (Ed.). Princeton: Princeton University Press.

Lloyd George, D. (1924) “The Statesman’s Task”, *The Nation and Athenaeum*, 12 April.

\_\_\_\_\_. (1928) *Britain’s Industrial Future, Being the Report of the Liberal Industrial Inquiry*. London: Benn.

Middleton, R. (1981) “The Constant Employment Budget Balance and British Budgetary Policy, 1929-39”, *The Economic History Review*, New Series, Vol. 34, No. 2 (May), pp. 266-286.

\_\_\_\_\_. (1982) “The Treasury in the 1930s: Political and Administrative Constraints to Acceptance of the 'New' Economics”, *Oxford Economic Papers*, New Series, Vol. 34, No. 1 (Mar., 1982), pp. 48-77.

\_\_\_\_\_. (1984) “The Measurement of Fiscal Influence in Britain in the 1930s”, *The Economic History Review*, Vol. 37, No. 1 (February), pp. 103-106.

\_\_\_\_\_. (2010) “British monetary and fiscal policy in the 1930s”, *Oxford Review of Economic Policy*, Volume 26, Number 3, pp. 414–441.

Mundell, R. (1999) “A Reconsideration of the Twentieth century”, Nobel Lecture, [Online], disponible en <http://www.columbia.edu/~ram15/nobelLecture.html#mismanagement> [Accedida el 20 de junio de 2020].

Ocampo, E. (2020a) “Sir Oswald Mosley’s contribution to the Interwar Policy Debate and Fascist Economics”, UCEMA Serie Documentos de Trabajo, No. 730, UCEMA Working Papers (Junio).

\_\_\_\_\_. (2020b) “The Populist Economic Policy Paradigm: Peronism as an Archetype”, UCEMA Serie Documentos de Trabajo, No. 731 (Junio).

\_\_\_\_\_. (2020c). “What kind of Populism is Peronism?”, UCEMA Serie Documentos de Trabajo, No.732 (Junio).

\_\_\_\_\_ (2020d). “La Revolución Keynesiana en Perspectiva: Contexto Histórico y Precursores”, UCEMA Serie Documentos de Trabajo, No.738 (Julio).

Ohanian, L. E. (2009), “What –or Who– Started the Great Depression?” *Journal of Economic Theory*, 144, pp. 2310-2335.

Ohlin, B. (1977) “Some comments on Keynesianism and the Swedish theory of expansion before 1935”, pp.149-165, in *Keynes, Cambridge and the general theory: The process of criticism and discussion connected with the development of The General Theory*, Clark Leith, J. Y Patinkin, D. (Eds.). London: Palgrave Macmillan.

O’Rourke, K. (2009) “Government policies and the collapse in trade during the Great Depression”, 27 November, [Online] disponible en <https://voxeu.org/article/government-policies-and-collapse-trade-during-great-depression>

Overy, R. J. (1975) “Cars, Roads, and Economic Recovery in Germany, 1932-8”, *The Economic History Review*, Vol. 28, No. 3 (Aug., 1975), pp. 466-483.

Peden, G.C. (1984) “The ‘Treasury View’ on Public Works and Employment in the Interwar Period”, *The Economic History Review*, Vol. 37, No. 2 (May, 1984), pp. 167-181.

Powell, J. (2003) *FDR’s Folly: How Roosevelt and His New Deal Prolonged the Great Depression*. New York: Three Rivers Press.

Preparata, G.G. (1998) “Money for the Third Reich: The Nazis’ Financial Legerdemain, 1933-1938”, PhD Thesis, University of Southern California.

Rappleye, C. (2016) *Herbert Hoover in the White House: The Ordeal of the Presidency*. New York: Simon & Schuster.

Rauchway, E. (2015) *The Money Makers: How Roosevelt and Keynes Ended the Depression, Defeated Fascism, and Secured a Prosperous Peace*. New York: Basic Books.

Reynolds, A. (1979) “What Do We Know About the Great Crash”, *National Review*, November 9.

Ritschl, A. (2000). “Deficit Spending in the Nazi Recovery, 1933-1938: A Critical Reassessment”, Institute for Empirical Research in Economics University of Zurich, Working Paper No. 68 (December).

\_\_\_\_\_ (2012) “Reparations, Deficits, and Debt Default: The Great Depression in Germany”, LSE Working Papers No. 163/12.

Robbins, L. (1934) *The Great Depression*. London: Macmillan and Company.

Robinson, J. (1972). “The Second Crisis of Economic Theory”, *The American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol. 62 (May), pp.1-10.

Romer, C.D. (1992) "What Ended the Great Depression?", *The Journal of Economic History*, Vol. 52, No. 4 (December), pp. 757-784.

Rose, J. D. (2010), "Hoover's Truce: Wage Rigidity in the Onset of the Great Depression," *Journal of Economic History*, 70, pp. 843-870.

Rothbard, M. (1963) *America's Great Depression*, fifth edition. New York: The Ludwig von Mises Institute, 2000.

Rueff, J. (1931) "L'Assurance chômage cause du chômage permanent", *Revue de économie politique*, Vol. 45 (March/April): 211-51.

Sachs, J. y Eichengreen, B. J. (1984) "Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s", NBER Working Paper No. 1498 (November).

Sautter, U. (1986) "Government and Unemployment: The Use of Public Works before the New Deal", *The Journal of American History*, Vol. 73, No. 1 (June), pp. 59-86.

Schacht, H.G.J. (1955) *My First Seventy Six Years. The autobiography of Hjalmar Schacht*. London: Allen Winngate.

Schumpeter, J.A. (1954a) *History of Economic Analysis*. London: Taylor and Francis, 2006.

\_\_\_\_\_ (1954b) *Ten Great Economists from Marx to Keynes*. London: Taylor and Francis, 2003.

Selgin, G. (2020a) "The New Deal and Recovery, Part 1: The Record", *Cato at Liberty*, June 16, [Online], Accesible en <https://www.cato.org/blog/new-deal-recovery-part-1-record>

\_\_\_\_\_ (2020b) "The New Deal and Recovery, Part 2: Inventing the New Deal", *Cato at Liberty*, June 22, [Online], Accesible en <https://www.cato.org/blog/new-deal-recovery-part-2-inventing-new-deal>

\_\_\_\_\_ (2020c) "The New Deal and Recovery, Part 3: The Fiscal Stimulus Myth", *Cato at Liberty*, June 29, [Online], Accesible en <https://www.cato.org/blog/new-deal-recovery-part-3-fiscal-stimulus-myth>

\_\_\_\_\_ (2020d) "The New Deal and Recovery, Part 4: FDR's Fed", *Cato at Liberty*, July 7, [Online], Accesible en <https://www.cato.org/blog/new-deal-recovery-part-4-fdrs-fed>

\_\_\_\_\_ (2020e) "The New Deal and Recovery, Part 4: FDR's Fed", *Cato at Liberty*, July 7, [Online], Accesible en <https://www.cato.org/blog/new-deal-recovery-part-4-fdrs-fed>

Skidelsky, R. (1995) *John Maynard Keynes : The Economist as a Saviour 1920-1937*. London: Penguin Books.

Temin, P. (1983) *Lessons from the Great Depression*. Cambridge: MIT Press.

\_\_\_\_\_ (1990) "Socialism and Wages in the Recovery from the Great Depression in the United States and Germany", *Journal of Economic History*. 50 (June 1990).

Tooze, J. A. (2006) *The Wages of Destructions. The making and breaking of the Nazi Economy*. London: Allen Lane.

\_\_\_\_\_ (2008) "The Economic History of the Nazi Regime", in Jane Caplan (Ed.), *Nazi Germany*. Oxford: Oxford University press.

Umbach, J.P. (1945) "Labor conditions in Germany", *Monthly Labor Review*, Vol. 60, No. 3 (March), pp. 498-524.

Wanniski, J. (1978) *The Way the World Works*. New York: Simon & Schuster.

Whaples, R. (1995) "Where Is There Consensus Among American Economic Historians? The Results of a Survey on Forty Propositions", *The Journal of Economic History*, Vol. 55, No. 1 (Mar., 1995), pp. 139-154

Yang, S. (1995) "Recovery from from the Great Depression in the United States, Britain and Germany", *Seoul Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1, pp. 61-96. Also published as WP 9503, ohn F. Kennedy Institute for North American Studies, Free University of Berlin.

Yang, S. y Cho, S. (2015) "Recovery from from the Great Depression in the United States, Britain and Germany: A Comparative Input-Output Analysis", *Seoul Journal of Economics*, Vol. 28, No. 3, pp. 359-375.