

RASSEGNA BIBLIOGRAFICA

ANALISI D'OPERA*

BERNANKE B.S.: *Essays on the Great Depression*, Princeton, Princeton University press, 2000

La recente raccolta di articoli sulla grande depressione di Ben S. Bernanke, precedentemente pubblicati su riviste internazionali di ottima qualità, rappresenta un'utile lettura per lo studioso o il policymaker che vogliono approfondire lo studio del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, le origini delle crisi della bilancia dei pagamenti e i fenomeni di contagio o le dinamiche del mercato del lavoro e le origini della disoccupazione di lungo periodo.

Il volume è suddiviso in tre parti: alla parte introduttiva, seguono tre capitoli che descrivono la dinamica degli aggregati monetari ed illustrano il ruolo dei mercati finanziari nella propagazione degli shocks negativi. Concludono il volume i cinque capitoli che analizzano il comportamento dei salari reali, della produttività del lavoro e della disoccupazione.

I saggi raccolti nel volume rappresentano il contributo più rilevante di Bernanke alla comprensione delle origini della grande depressione. Come la maggioranza degli storici economici (Friedman e Schwartz [5], Eichengreen [4]), Bernanke ritiene che l'impulso iniziale che ha permesso l'emergere della grande depressione sia di na-

* Di **Mariassunta Giannetti**, SITE, Stockholm School of Economics, Stoccolma.
Avvertenza: i numeri nelle parentesi quadre si riferiscono alla Bibliografia in appendice.

tura monetaria¹ e da imputarsi essenzialmente all'instabilità del gold standard, ripristinato dopo la prima guerra mondiale. A differenza degli accordi monetari precedenti alla prima guerra mondiale, il nuovo gold standard non acquistò mai piena credibilità. La mancanza di credibilità è la causa prima del problema di coordinamento tra i paesi che aderirono agli accordi valutari: le aspettative di svalutazione crearono incentivi a non detenere le valute estere come riserve ufficiali. Ciò, se si aggiunge la riluttanza dei paesi con surplus della bilancia dei pagamenti a creare inflazione, determinò la contrazione dell'offerta di moneta che è la causa prima della grande depressione. L'identificazione della causa prima delle origini della grande depressione non permette, però, di spiegarne la durata (dal 1929 al 1936) e l'intensità che superano di gran lunga qualunque altra recessione. Qual è l'origine della persistenza degli shocks nominali che colpirono l'economia mondiale alla fine degli anni '20? Le risposte a questa domanda rappresentano gli elementi più originali del contributo di Bernanke. L'autore esamina accuratamente le crisi bancarie e, più in generale, la crisi finanziarie che seguirono la deflazione, e le rigidità dei salari nominali al fine di spiegare la protratta non neutralità della moneta.

Gli aspetti più interessanti del volume si ritrovano nell'analisi degli effetti macroeconomici delle crisi bancarie e dei fallimenti delle società non finanziarie, effettuata nel secondo capitolo. L'autore mostra che le difficoltà finanziarie del periodo, in gran parte dovute alle corse agli sportelli che seguivano episodi di panico non necessariamente ascrivibili ad un deterioramento della situazione patrimoniale degli intermediari, sono importanti per spiegare la contrazione del livello di attività economica non solo perché comportarono una contrazione dell'offerta di credito, ma anche perché ad esse è connesso un aumento del costo di intermediazione. Infatti, i fallimenti bancari che si susseguirono negli Stati Uniti negli anni '30 comportarono una dispersione del patrimonio informativo che

¹ Ci sono naturalmente differenze tra gli storici economici, che pur concordano sulle origini monetarie della grande depressione. In particolare, Friedman e Schwartz sottolineano soprattutto gli aspetti interni legati alla condotta della politica monetaria, mentre Eichengreen e Bernanke mettono in evidenza soprattutto gli aspetti internazionali.

le banche avevano accumulato sui prenditori dei fondi. Di conseguenza, il costo del credito per le imprese di minore dimensione, maggiormente soggette ai problemi di asimmetria informativa, aumentò considerevolmente. Se a questo si aggiungono gli effetti della deflazione, che causarono un aumento del valore reale dei debiti, i fallimenti delle imprese sono facilmente spiegabili. L'autore nota anche che la crisi finanziaria non interessò le imprese di maggiore dimensione, che non soffrirono dell'aumento del costo del credito, in quanto meno dipendenti dal credito bancario, e, pertanto, continuarono ad avere profitti positivi.

Tale analisi degli effetti macroeconomici dell'instabilità finanziaria è di estrema attualità. Molti elementi risultano utili per la comprensione delle recenti crisi finanziarie nel Sud Est asiatico e dei frequenti problemi finanziari che continuano ad interessare l'America Latina. Corse agli sportelli causate semplicemente dalle aspettative degli investitori sono state considerate alla radice della crisi finanziaria che ha colpito le economie del Sud Est Asiatico e che trova unanimi gli economisti nell'affermare che la punizione inflitta dai mercati a questi paesi è stata indubbiamente sovradimensionata rispetto alle condizioni iniziali dell'economia reale (Radelet e Sachs [7]; Chang e Velasco [2]). Aumenti dei costi di intermediazione sono stati utilizzati anche per spiegare la recessione messicana del 1995 (Edwards e Végh [3]). Inoltre, la diversa risposta delle piccole e delle grandi imprese ai fallimenti bancari e, in generale, alla contrazione monetaria è di estrema attualità per l'attuale dibattito sulla trasmissione della politica monetaria e la risposta agli shock delle economie europee che sono caratterizzate da strutture industriali estremamente variegata. Gli scritti di Bernanke possono offrire spunti per la ricerca e il dibattito di politica economica anche in questa direzione.

La natura "globale" della crisi, l'interdipendenza tra le economie e l'importanza del meccanismo di cambio adottato dai paesi nel determinare la loro successiva performance economica, analizzati nel terzo e nel quarto capitolo, sono altri elementi che rendono la lettura del libro di estrema attualità. L'instabilità del gold standard e la sua mancanza di credibilità fu dovuta, come nel caso del sistema monetario europeo, all'asimmetria tra paesi con un surplus del-

la bilancia dei pagamenti e paesi in deficit. I primi (Francia e Stati Uniti), così come la Germania nello SME, sterilizzavano i flussi d'oro in entrata al fine di evitare un aumento dei prezzi, che avrebbe aumentato la competitività dei paesi che subivano perdite delle riserve auree, e costringevano i paesi in deficit ad effettuare politiche deflazionistiche. Il gold standard, inoltre, così come i currency board, utilizzati da molti paesi in via di sviluppo non permetteva alle banche centrali di fornire liquidità alle banche in caso di corse agli sportelli, in quanto ciò avrebbe implicato un aumento della base monetaria possibile in questi regimi di cambio solo a seguito di un aumento delle riserve. Le conseguenze della mancanza di flessibilità nell'azione delle banche centrali sono visibili a tutti negli anni '30 così come oggi: il panico degli investitori causa crisi bancarie e una protratta recessione. L'esperienza dell'Argentina a seguito del panico innescato dalle crisi finanziarie in Messico alla fine del 1994 e, successivamente, in Brasile nel 1998 è chiara: le corse agli sportelli sono seguite da fallimenti bancari e da recessioni che si protraggono per periodi ben più lunghi rispetto ai paesi le cui banche centrali hanno fornito liquidità alle banche anche a costo di svalutare la propria valuta. In proposito, è un utile complemento al libro di Bernanke, la lettura di Bordo et Al. [1], 1999) che affermano che l'esistenza di prestatori di ultima istanza rende oggi le recessioni che fanno seguito alle crisi bancarie e agli attacchi speculativi significativamente meno protratte che durante il gold standard.

Anche riguardo alla desiderabilità di difendere in modo ostinato la parità del cambio, quando gli squilibri della bilancia dei pagamenti emergono in modo chiaro a causa di protratti deficit, gli scritti di Bernanke e in particolare l'evidenza empirica analizzata nel quarto capitolo forniscono un'utile lezione. Durante la grande depressione, i paesi scandinavi e il Regno Unito, che abbandonarono nel 1931 il gold standard, uscirono prima dalla recessione rispetto ai paesi che rimasero fedeli alle regole del regime aureo.

I rimanenti cinque capitoli analizzano il comportamento del mercato del lavoro durante la grande depressione. Alcuni fatti stilizzati emergono con chiarezza nell'analisi dei capitoli 5, 6 e 9. Innanzitutto, la produttività del lavoro risulta prociclica sia prima che dopo la seconda guerra mondiale: nell'ottavo capitolo l'autore cerca

di interpretare l'evidenza empirica a propria disposizione a favore delle teorie di labour hoarding, piuttosto che a favore delle teorie del ciclo economico reale o di quelle basate su rendimenti crescenti. L'evidenza empirica non appare, tuttavia, pienamente convincente e sicuramente non pone la parola fine agli accesi dibattiti tra i teorici del ciclo economico.

L'altro elemento che emerge chiaramente dall'analisi empirica è che, durante la grande depressione, i salari nominali rimasero rigidi nonostante l'alto tasso di disoccupazione. Di conseguenza, la deflazione determinò un aumento dei salari reali. Come possibile spiegazione del mancato aggiustamento dei salari nominali, nel sesto capitolo l'autore nota che ciò può essere ottimale se viene ridotto l'orario di lavoro, piuttosto che il numero degli occupati, nel caso in cui i salari siano vicini al livello di sussistenza. Il modello stilizzato presentato per spiegare l'evidenza empirica nel capitolo 6 non presenta esternalità e dà pertanto luogo ad un equilibrio parziale perfettamente efficiente, che non permette di trarre conclusioni sulla desiderabilità della riduzione dell'orario di lavoro.

È molto interessante il tentativo effettuato nel settimo capitolo di mettere a confronto gli Stati Uniti all'epoca della grande depressione e l'Europa dell'ultimo ventennio, accomunati dalla persistenza di un elevato tasso di disoccupazione. Purtroppo, il saggio riesce a mettere in luce solo le differenze tra le due situazioni. Gli Stati Uniti della grande depressione erano chiaramente stati soggetti ad un forte esogeno negativo: i fallimenti bancari e la stretta monetaria imposta dalle regole del gold standard. Tuttavia, i meccanismi volti a ristabilire l'equilibrio rimasero attivi, poiché le stime econometriche mostrano una tendenza del tasso di occupazione a tornare a livello di piena occupazione. Il New Deal e la politica monetaria volta a contrastare la deflazione, secondo l'autore, favorirono la ripresa, ma non ne furono le cause determinanti. Se si guarda all'Europa degli anni '80 non si rilevarebbero shock esogeni di entità pari a quelli della grande depressione e tali da determinare la persistenza dell'elevato tasso di disoccupazione. Inoltre, la disoccupazione europea appare più stagnante e le stime econometriche mostrano che non esiste alcuna tendenza dell'occupazione a tornare al livello di pieno impiego. Politiche economiche volte a contrastare l'e-

levato tasso di disoccupazione sarebbero probabilmente inefficaci in Europa, perché l'autore suggerisce che l'elemento determinante della ripresa economica negli Stati Uniti fu l'aumento della produttività del lavoro, probabilmente dovuto alle migliori condizioni lavorative che vennero attuate in quegli anni. La scarsa crescita della produttività in Europa potrebbe spiegare la persistenza dell'elevato tasso di disoccupazione.

Per concludere, i saggi di Bernanke rappresentano un'interessante lettura per chi voglia avvicinarsi alla storia per comprendere il mondo moderno. Anche il lettore meno interessato agli aspetti teorici li troverà interessanti e di facile lettura, in quanto, come di rado accade, la semplicità delle tecniche econometriche utilizzate si accompagna in questi scritti al rigore scientifico. Se ne consiglia pertanto la lettura sia a policymakers e banchieri centrali che a ricercatori e docenti.

Bibliografia

- [1] BORDO M.D. - EICHENGREEN B., IRWIN D.A., *Is globalization today really different than globalization a hundred years ago?*, NBER, «Working Paper», n. 7195, 1999.
- [2] CHANG R. - VELASCO A., *Financial crises in emerging markets: a canonical model*, NBER, «Working Paper», n. 6606, 1998.
- [3] EDWARDS S. - VÉGH C.A., *Banks and macroeconomic disturbances under predetermined exchange rates*, «Journal of Monetary Economics», vol. 40, 1997, pp. 239-278.
- [4] EICHENGREEN B., *Golden fetters: the gold standard and the Great Depression, 1919-1939*, New York, Oxford University Press, 1992.
- [5] FRIEDMAN M. - SCHWARTZ A.J., *A monetary history of the United States, 1867-1960*, Princeton, Princeton University Press, 1963.
- [6] KRUGMAN P., *Balance sheets, the transfer problem, and financial crises*, mimeo, Boston, Massachusetts Institute of Technology, 1999.
- [7] RADELET S. - SACHS J., *The onset of the East Asian financial crises*, NBER, «Working Paper», 689, 1998.