

Finanza e crescita: sintesi e interpretazione delle risultanze empiriche*

ALEXANDER GALETOVIC

1. Introduzione

Intermediari e servizi finanziari influiscono sulla crescita di lungo periodo? Sebbene l'idea dell'influenza della finanza sulla crescita non sia nuova e sia possibile farla risalire almeno alla *Teoria dello sviluppo economico* di Schumpeter (1969), si può affermare che la maggior parte degli economisti, fino a poco tempo fa, consideravano con scetticismo l'idea che le condizioni finanziarie potessero spiegare parte delle differenze tra paesi nei livelli di sviluppo e nei tassi di crescita. Tuttavia negli ultimi cinque anni vi è stato un risorgere d'interesse per gli studi su come servizi e intermediari finanziari influenzino la crescita di lungo periodo. Questo articolo passa in rassegna e interpreta le risultanze empiriche fin qui raccolte sulla relazione tra finanza e crescita, e cerca di rispondere a tre domande: primo, le risultanze indicano che gli intermediari finanziari influenzano la crescita di lungo periodo? Secondo, quali sono i servizi e gli intermediari finanziari rilevanti? Terzo, perché sono rilevanti? Questo articolo si fonda sulla premessa che l'interesse per la relazione tra finanza e crescita sia fundamentalmente legato alla convinzione del-

□ Universidad de Chile, Departamento de Ingeniería Industrial, Centro de Economía Aplicada, Santiago (Cile).

* Ringrazio Gene Grossman, Ben Bernanke, Ross Levine, Dale Henderson e un referee anonimo per i commenti e i suggerimenti. Sono grato per il sostegno finanziario a MIDEPLAN (Cile), alla Fondazione Ford, al Robertson Fellows Programme di Princeton e a FONDECYT.

l'importanza degli incentivi derivanti dalle frizioni nei mercati creditizi, che si ripercuotono sulle allocazioni effettive.

L'articolo è organizzato come segue: nella sezione 2 si discute brevemente la natura di tali frizioni e si stabilisce un semplice quadro analitico per interpretare l'evidenza empirica relativa a finanza e crescita; nella sezione 3 si esamina il percorso di sviluppo finanziario seguito da varie economie industrializzate dalla rivoluzione industriale a oggi; nella sezione 4 si passano in rassegna gli studi recenti che prendono in esame più paesi e che esaminano la relazione tra indicatori finanziari e crescita; nella sezione 5 si fornisce un'interpretazione dell'evidenza empirica e vengono tratte le conclusioni.

Prima di procedere oltre, è necessario un avvertimento. Nel passare in rassegna i dati procederò in modo selettivo; non è stato fatto alcun tentativo di esaminare in modo esaustivo l'ampia letteratura su finanza e sviluppo, sia perché sarebbe necessario un articolo ben più lungo di questo, sia soprattutto perché la mia attenzione si rivolge in particolare alla relazione tra finanza e crescita *di lungo periodo*.

2. Frizioni nei mercati dei crediti

Un metro di riferimento utile (sebbene non realistico) per riflettere sugli intermediari finanziari è il modello standard di Walras. In un mondo basato su questo modello le imprese e gli individui utilizzano i mercati per contrarre debiti e per diversificare rischi specifici. Tuttavia, poiché le imprese possono emettere titoli perfettamente divisibili, le informazioni sono simmetriche, ed è possibile stipulare senza costo alcuno contratti completi, non vi è bisogno di intermediari finanziari, e gli scambi sono organizzati tramite mercati diretti e impersonali. Com'è noto, sulla base di tali ipotesi si ottiene un'efficace ripartizione del rischio ogni qual volta i mercati sono completi; ma in tal caso i mercati finanziari sono abbastanza privi d'interesse: funzionano come qualsiasi altro mercato dei beni, la loro efficienza è un'implicazione diretta dell'ambiente tecnologico, gli accordi finanziari sono irrilevanti e vale il teorema di Modigliani-Miller.

Per spiegare gli intermediari finanziari si può iniziare con le seguenti osservazioni: a) i titoli emessi dalle singole imprese non sono

perfettamente divisibili e b) vi sono economie di scala nelle tecnologie di transazione.¹ Tale concezione, proposta per la prima volta da Gurley e Shaw (1960), mette in evidenza il fatto che gli intermediari trasformano i titoli primari emessi dalle imprese – ad esempio obbligazioni e azioni – nei titoli indiretti richiesti dai risparmiatori finali. Cumulando i fondi di molti piccoli risparmiatori, gli intermediari beneficiano di economie di scala e superano l'indivisibilità dei titoli delle imprese; prestando a varie aziende, essi diversificano i rischi specificatamente legati al mutuatario. Possiamo quindi affermare che secondo tale concezione gli intermediari permettono di superare le frizioni tecnologiche causate dalle caratteristiche delle tecnologie di transazione e di emissione dei titoli.

Le frizioni tecnologiche suggeriscono il motivo dell'esistenza degli intermediari, ma sulla base di ipotesi abbastanza deboli non modificano i risultati di irrilevanza che derivano dal modello walrasiano. Se nelle tecnologie di transazione vengono realizzate economie di scala a un livello sufficientemente elevato da giustificare l'intermediazione, ma sufficientemente ridotto da permettere la concorrenza, gli intermediari distribuiscono in modo efficace fondi e rischi, e gli accordi finanziari non influenzano direttamente le allocazioni effettive. Quindi, fintanto che i governi lasciano lavorare il mercato, le differenze tra paesi nei tassi di crescita non potranno essere spiegate da differenze nella struttura finanziaria.

Sebbene utili come metro di riferimento, le assunzioni alla base del modello di Walras non sono realistiche. Una seconda spiegazione dell'esistenza degli intermediari finanziari si basa sull'osservazione che una responsabilità limitata crea incentivi divergenti tra mutuantici e mutuatari, perché un mutuatario conosce a priori meglio dei mutuantici le proprie caratteristiche, le proprie azioni e i propri risultati; non tutte le sue azioni possono essere vincolate da obblighi contrattuali: molte circostanze fortuite non possono essere anticipate, alcune azioni o risultati non possono essere verificati in un tribunale, e non tutti i contratti sono a prova di ulteriori negoziazioni. In questo caso il compito degli intermediari finanziari è duplice: in primo luogo, raccogliendo informazioni riservate sui mutuatari, gli intermediari possono vagliarli, controllare direttamente e influenzare le loro azioni; essi forniscono questi servizi in modo efficiente a causa delle

¹ Si veda Hellwig (1991).

economie di scala nel vagliare, nel controllare e nel raccogliere informazioni.² In secondo luogo, come suggerisce Mayer (1988), i contratti incompleti causano un problema d'incoerenza temporale: dopo aver stipulato un contratto, un mutuuario potrebbe essere incentivato a sfruttare i mutuantì, perché le attività hanno maggior valore se controllate da qualcuno che può avere una visione dell'impresa dall'interno. Gli intermediari riducono la forza contrattuale del mutuuario e l'incentivo a comportarsi in modo opportunistico, acquisendo familiarità con il funzionamento interno dell'impresa e la possibilità di assumere il controllo delle sue attività.

Le frizioni da incentivi modificano drasticamente i risultati d'irrelevanza dovuti al modello di Walras. Com'è ben noto, un'informazione asimmetrica combinata con la non completezza dei contratti indebolisce la capacità di un'economia di effettuare una distribuzione efficiente del rischio, e implica un'influenza da parte degli accordi finanziari sulle allocazioni effettive: non si applica più il teorema di Modigliani-Miller. Quindi, l'efficacia con cui gli intermediari distribuiscono fondi e ripartiscono i rischi dipende dal loro successo nel superare le frizioni da incentivi. Per questo le differenze dei tassi di crescita tra paesi potrebbero in parte essere spiegate dalle differenze negli assetti finanziari.

3. Il percorso dello sviluppo finanziario

Un modo per acquisire conoscenze sulla relazione tra finanza e crescita di lungo periodo è quello di esaminare il percorso seguito dallo sviluppo finanziario nelle economie di mercato una volta iniziata la crescita sostenuta. Questa sezione descrive tale percorso, e risponde a due domande: a) i sistemi finanziari moderni sono emersi durante le prime fasi della crescita sostenuta, o dopo l'industrializzazione? b) Le frizioni da incentivi sono importanti nelle odierne economie industrializzate?

Iniziamo dando un'occhiata all'opera di Raymond Goldsmith sui conti nazionali, che descrive in modo accurato lo sviluppo finanziario di numerosi paesi industrializzati fin dalla rivoluzione industriale.

² Si veda Diamond (1984).

Goldsmith (1969 e 1985) classificò i dati aggregati riguardanti la ricchezza tangibile e quella finanziaria, e calcolò vari quozienti finanziari, dei quali il più completo è il Rapporto delle interrelazioni finanziarie (*Financial Interrelations Ratio* o FIR), cioè il rapporto tra tutte le attività finanziarie emesse da istituzioni, finanziarie e non, e la ricchezza nazionale reale. Goldsmith (1969, p. 33) osservò che il FIR aumenta con lo sviluppo economico: mentre la maggior parte delle economie non industriali (ad esempio Giappone, Stati Uniti e paesi dell'Europa occidentale prima della loro industrializzazione, o gli odierni paesi in via di sviluppo - PVS) hanno valori del FIR compresi tra 0,2 e 0,5, con il progredire dell'industrializzazione il FIR cresce e si stabilizza tra 0,75 e 1,75. Tale evoluzione è presente anche nelle serie storiche. La tabella 1 riporta i FIR di dieci paesi industrializzati a partire dal 1850. Mentre il FIR varia molto tra paesi in ogni dato anno, per la maggior parte dei paesi il FIR inizia a livelli bassi, e aumenta decisamente fino al 1913; per il resto del secolo il FIR varia ampiamente nel medio periodo, ma non mostra alcuna tendenza.

TABELLA 1

RAPPORTO DELLE INTERRELAZIONI FINANZIARIE (FIR) 1850-1978

| Paese | Anno standard di riferimento ^a | | | | | | | | | |
|----------------------------|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 1850 | 1875 | 1895 | 1913 | 1929 | 1939 | 1950 | 1965 | 1973 | 1978 |
| Belgio | 0,25 | 0,38 | 0,55 | 0,90 | 0,82 | 0,98 | 0,83 | 0,75 | 0,99 | 0,85 |
| Danimarca | n.d. | 1,11 | 1,28 | 1,41 | 1,55 | 1,26 | 1,12 | 1,04 | 1,25 | 1,10 |
| Francia ^b | 0,25 | 0,56 | n.d. | 0,98 | 0,81 | n.d. | 0,55 | 1,24 | 0,92 | 0,83 |
| Germania | 0,20 | 0,38 | 0,72 | 0,76 | 0,39 | 0,56 | 0,40 | 0,92 | 0,85 | 0,89 |
| Gran Bretagna ^c | 0,68 | 0,93 | 1,96 | 1,96 | 2,45 | 2,70 | 1,77 | 1,50 | 1,29 | 1,11 |
| Italia | 0,21 | 0,39 | 0,45 | 0,47 | 0,68 | 0,73 | 0,42 | 0,85 | 1,16 | 1,04 |
| Giappone | n.d. | 0,30 | 0,34 | 0,64 | 1,23 | 1,42 | 0,55 | 0,81 | 0,92 | 1,02 |
| Norvegia | n.d. | 0,37 | 0,55 | 0,72 | 1,03 | 0,74 | 0,79 | 0,78 | 0,87 | 0,87 |
| Svizzera | n.d. | 1,11 | 1,60 | 1,50 | 1,65 | 1,59 | 1,29 | 1,52 | 1,61 | 1,82 |
| Stati Uniti ^d | 0,47 | 0,64 | 0,71 | 0,83 | 1,29 | 1,32 | 1,17 | 1,28 | 1,11 | 0,99 |

^a Per le date attuali si veda Goldsmith (1985, tabella 33).

^b Inoltre 1815: 0,18.

^c Inoltre 1688: 0,17; 1760: 0,40; 1800: 0,57; 1830: 0,42.

^d Inoltre 1774: 0,28; 1805: 0,32.

Fonte: Goldsmith (1985, tabella 19).

Vale la pena notare tre punti. In primo luogo, l'evoluzione del FIR indica che le fonti esterne di finanziamento sono state parte

integrante del processo d'industrializzazione, e che i sistemi finanziari moderni si sono sviluppati durante le prime fasi dell'industrializzazione e della crescita economica sostenuta, non dopo. In secondo luogo, se il FIR descrive in modo accurato lo sviluppo finanziario, dovremmo convenire con Goldsmith (1985, p. 2) che questi paesi all'inizio del secolo avevano già un sistema finanziario moderno, nei suoi elementi essenziali. In terzo luogo, l'evoluzione del FIR ci racconta essenzialmente la stessa storia riportata da vari studi storici che descrivono le origini dei moderni sistemi finanziari sino alle prime fasi dell'industrializzazione.

Il FIR non è stato calcolato per i paesi che si sono industrializzati in questo secolo; tuttavia, poiché nella maggior parte delle economie sono le banche a essere di gran lunga il principale emittente di titoli finanziari, si può ottenere una corretta descrizione dell'evoluzione dei sistemi finanziari esaminando il rapporto tra M2 e Pil. La tabella 2 illustra questo rapporto per cinque paesi asiatici che si sono industrializzati in questi ultimi quarant'anni, e per la Germania e il Giappone, che hanno ricostruito le loro economie dopo la seconda guerra mondiale. Possiamo di nuovo osservare che i sistemi finanziari crescono velocemente durante il periodo iniziale della crescita sostenuta. Si potrebbe pensare che la dimensione crescente dei sistemi finanziari nei paesi di recente industrializzazione (NIC) possa essere un elemento di una tendenza più vasta a livello mondiale verso sistemi finanziari più sviluppati. Il lavoro di Goldsmith (1969), tuttavia, dimostra che non è così. Come detto prima, nei paesi meno sviluppati i sistemi finanziari hanno una dimensione simile a quelli degli Stati Uniti e dell'Europa occidentale prima della loro industrializzazione.

TABELLA 2

RAPPORTO TRA M2 E PIL, PAESI SELEZIONATI, 1955-1990*

| Paese | 1955 | 1960 | 1965 | 1970 | 1975 | 1980 | 1985 | 1990 |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Germania | 0,32 | 0,38 | 0,44 | 0,48 | 0,54 | 0,54 | 0,59 | 0,70 |
| Giappone | 0,50 | 0,65 | 0,78 | 0,74 | 0,85 | 0,86 | 0,97 | 1,18 |
| Indonesia | n.d. | n.d. | 0,13 | 0,10 | 0,16 | 0,17 | 0,25 | 0,43 |
| Corea | 0,10 | 0,11 | 0,12 | 0,33 | 0,31 | 0,34 | 0,39 | 0,40 |
| Malesia | 0,34 | 0,24 | 0,28 | 0,35 | 0,46 | 0,53 | 0,68 | 0,67 |
| Singapore | n.d. | n.d. | 0,56 | 0,66 | 0,61 | 0,66 | 0,70 | 0,96 |
| Taiwan ^b | 0,12 | 0,17 | 0,33 | 0,46 | 0,59 | 0,75 | 1,26 | n.d. |

* M2 è la linea 32d dell'*International Financial Statistics Yearbook*, il Pil è la linea 99b.

^b Le cifre corrispondono al rapporto tra M3 e Pil.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics Yearbook*, vari numeri; per Taiwan McKinnon (1991, tabella 2.2).

Una seconda caratteristica del percorso seguito dallo sviluppo finanziario (che non viene rivelata dal FIR) è che durante le prime fasi dell'industrializzazione le imprese ottenevano la maggior parte dei loro fondi tramite intermediari. Ciò non significa che questi ultimi si sviluppino in modo simile ovunque. Uno sguardo ravvicinato a esperienze specifiche rivela notevoli differenze nella struttura del mercato, nella capacità d'intervento degli intermediari nelle decisioni dell'impresa e nella natura dell'intervento pubblico. Gli studi storici curati da Cameron (1967, 1972 e 1992) mostrano che nell'Ottocento gli istituti bancari erano molto competitivi in Scozia, ma non altrettanto in Germania o in Belgio; mentre banche d'investimento come la statunitense J.P. Morgan & Co. o le grandi *Kreditbanken* tedesche risultavano profondamente coinvolte nelle attività delle aziende, le banche britanniche mantenevano le distanze dai loro clienti;³ nella maggior parte dei NIC asiatici, i sistemi finanziari sono stati pesantemente regolamentati e, fino a poco tempo fa, la maggior parte delle istituzioni finanziarie sono state di proprietà dello stato.⁴ Ciononostante, l'elemento comune è che durante le prime fasi dell'industrializzazione la maggior parte delle imprese poteva accedere a finanziamenti esterni solo tramite un intermediario. Inoltre è particolarmente interessante notare che i mercati azionari funzionavano meglio, come fonte di finanziamento per l'industria, in quei paesi in cui le banche commerciali intervenivano più pesantemente negli affari dell'impresa (come in Germania e negli Stati Uniti); invece dove gli intermediari mantenevano le distanze dai loro clienti (come in Gran Bretagna) i mercati dei titoli avevano un ruolo secondario nel finanziamento dell'industria.

Qualunque sia stato il ruolo degli intermediari durante le prime fasi dell'industrializzazione, si crede comunemente che, con il maturare dell'economia e dei mercati finanziari, alle imprese risulti più facile emettere azioni e obbligazioni senza avere vincoli a lungo termine con un qualsiasi intermediario. Quindi secondo tale opinione con il procedere dello sviluppo gli intermediari diventano man mano meno importanti, sia come fonte di finanziamenti sia come mezzo per accedere ai mercati diretti. In termini di frizioni nei mercati creditizi, tale opinione implicherebbe che lo sviluppo economico riduca l'im-

³ Si vedano Carosso (1970) sugli Stati Uniti, Neuberger (1977) e Whale (1930) sulla Germania, Cottrell (1980) e Lavington (1921) sulla Gran Bretagna.

⁴ Si vedano Fry (1988, cap. 14.2), Skully e Viksnins (1987), Cole e Park (1983) e Cho (1989).

portanza delle frizioni da incentivi, rendendo maggiormente impersonali i mercati finanziari. Mayer (1990) ha raccolto dati dai conti di flusso finanziario di otto economie industriali e ha esaminato le fonti di finanziamento delle aziende. La tabella 3 mostra che, al contrario di quanto si crede comunemente, i mutui ottenuti tramite intermediari sono la fonte primaria del finanziamento esterno delle imprese e, ad eccezione del Canada, sono molto più importanti delle obbligazioni e delle azioni nel loro insieme. Inoltre il capitale di risparmio è ovunque un'importantissima fonte di finanziamento, ed è la fonte dominante in numerosi paesi.

TABELLA 3

FINANZIAMENTO MEDIO LORDO DELLE IMPRESE NON FINANZIARIE, 1970-1985

| | Canada | Finlandia | Francia | Germania | Italia | Giappone | Regno Unito | Stati Uniti |
|--------------------|--------|-----------|---------|----------|--------|----------|-------------|-------------|
| Autofinanz. | 54.2 | 42.1 | 44.1 | 55.2 | 38.5 | 33.7 | 72.0 | 66.9 |
| Tit. a breve scad. | 1.4 | 2.5 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | n.d. | 2.3 | 1.4 |
| Trasf. capitale | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 1.4 | 6.7 | 5.7 | 0.0 | 2.9 |
| Mutui | 12.8 | 27.2 | 41.5 | 21.1 | 38.6 | 40.7 | 21.4 | 23.1 |
| Credito mercant. | 8.6 | 17.2 | 4.7 | 2.2 | 0.0 | 18.3 | 2.8 | 8.4 |
| Obbligazioni | 6.1 | 1.8 | 2.3 | 0.7 | 2.4 | 3.1 | 0.8 | 9.7 |
| Azioni | 11.9 | 5.6 | 10.6 | 2.1 | 10.8 | 3.5 | 4.9 | 0.8 |
| Altro | 4.1 | 6.9 | 0.0 | 11.9 | 1.6 | 0.7 | 2.2 | -6.1 |
| Residui | 0.8 | -3.5 | -4.7 | 0.0 | 2.3 | n.d. | -9.4 | -4.1 |
| Totale | 99.9 | 99.9 | 99.9 | 99.9 | 99.9 | 100.0 | 99.9 | 100.1 |

Fonte: Mayer (1990, tabella 12.3)

Dati statistici sui conti dei flussi finanziari sono disponibili per un periodo più lungo solo per gli Stati Uniti e il Regno Unito. Per gli Stati Uniti lo studio di Taggart (1985) conferma che l'autofinanziamento è sempre stato la fonte dominante di finanziamento, e suggerisce che la diminuzione relativa delle emissioni azionarie non sia un fenomeno di breve durata, ma piuttosto una tendenza: mentre le azioni erano negli anni '20 e '30 il 19% di tutte le fonti di finanziamento, dagli anni '40 in poi meno del 5% dei fondi aziendali venivano ottenuti grazie all'emissione di azioni.⁵ Per il Regno Unito, anche Mayer (1990) riporta una tendenza decrescente fin dagli anni '50.

⁵ Si veda Taggart (1985, tabella 1.4).

La predominanza degli utili non distribuiti e dei mutui ottenuti tramite intermediari suggerisce che le frizioni da incentivi sono importanti anche nelle odierne economie industrializzate. Ciò viene confermato da numerosi studi empirici che valutano le implicazioni di modelli di finanziamento esterno con informazione asimmetrica. Una rassegna di tale letteratura andrebbe ben oltre l'ambito di quest'articolo; citerò solo tre delle sue scoperte. In primo luogo, come ha osservato Bernanke (1993), una delle intuizioni della letteratura teorica sui costi di agenzia di un finanziamento esterno è che le frizioni da incentivi rendono il finanziamento esterno più caro di quello interno. Quindi, fra due aziende che si trovano di fronte a un'opportunità d'investimento, quella in possesso di maggiori fondi interni sarà sempre la più pronta a effettuare l'investimento. Ciò viene confermato da vari studi empirici che dimostrano come la volontà d'investire dell'azienda sia influenzata dalla sua liquidità.⁶

In secondo luogo, numerosi studi indicano che gli intermediari riducono gli effetti negativi delle frizioni da incentivi e hanno migliori informazioni sul mutuuario di quante ne abbiano altri soggetti esterni all'impresa. Ad esempio, Hoshi *et al.* (1991) hanno studiato la relazione tra i costi d'investimento e il flusso di cassa per le imprese giapponesi. Si è scoperta una relazione stretta e positiva per le imprese che ottenevano mutui essenzialmente dai mercati diretti, ma tale relazione non esiste per quelle aziende che si rivolgevano a un importante ente creditizio. Supponendo che le opportunità d'investimento e i flussi di cassa siano imperfettamente correlati, ciò suggerisce che le aziende che si rivolgono ai mercati diretti rinunciano a opportunità d'investimento che sono redditizie se finanziate con fondi interni. Inoltre Mikelson e Partch (1986), James (1987) e Lummer e McConnel (1989) hanno scoperto che in media il corso azionario di un'azienda aumenta quando viene annunciato un contratto di prestito con una banca, ma diminuisce quando l'azienda ricorre a collocamenti privati o al debito per rimborsare i mutui bancari, oppure se la banca rende più rigidi gli obblighi contrattuali. Ciò indica che le banche possiedono informazioni che altri esterni non possiedono.

In terzo luogo, molti studi suggeriscono che gli intermediari riducono gli oneri connessi a difficoltà finanziarie o da ristrutturazioni. Come hanno sottolineato Bulow e Shoven (1978), anche quando

⁶ Si vedano Fazzari *et al.* (1988), Fazzari e Atthey (1987) e Hubbard e Kashyap (1992).

tali ristrutturazioni risultano efficaci, i creditori potrebbero non voler impegnare fondi freschi, perché quando un singolo creditore agisce in tal modo, sopporta da solo i costi totali del salvataggio di un'azienda, ma ne condivide con altri i benefici. Inoltre, come viene puntualizzato da Hoshi *et al.* (1990), quando il debito è ripartito su ampia scala, è poco probabile che i creditori siano ben informati, e potrebbero non sapere se sia vantaggioso investire nuovi fondi per ristrutturare l'azienda. Infine una riorganizzazione spesso richiede non solo la ristrutturazione del debito dell'impresa, ma anche delle sue operazioni, il che necessita di un coinvolgimento diretto dei creditori nella gestione dell'azienda, un compito che è tanto più difficile quanto più ampiamente ripartito è il debito, e quanto peggio informati sono i creditori sull'azienda. Hoshi *et al.* (1990) hanno provato che, dopo i primi sintomi di difficoltà finanziarie, le imprese giapponesi che hanno una stretta relazione con una banca importante tendono a vendere e a investire più di quelle che non hanno tale relazione. Corbett (1987) osserva che le banche giapponesi riducono i costi delle difficoltà finanziarie perché hanno uno stretto rapporto con i loro clienti e una conoscenza dall'interno delle imprese sufficientemente approfondita da poterle ristrutturare le operazioni, il che facilita il coordinamento degli altri creditori. Inoltre Gilson *et al.* (1990) hanno scoperto che gli azionisti hanno maggiori benefici quando la ristrutturazione delle aziende ha luogo senza ricorrere alla normativa del Capitolo 11; le aziende che possono farlo tendono a essere in debito con un numero minore di mutuantici e in misura maggiore con le banche.

4. L'evidenza empirica dei confronti tra paesi

Una seconda fonte di evidenza empirica sulla relazione tra finanza e crescita è costituita dai recenti studi basati su regressioni nel confronto tra paesi. Tale letteratura in genere crea variabili-indice (*proxies*) dei servizi finanziari e studia la relazione fra esse e gli indicatori di crescita. Per i servizi finanziari vengono utilizzati tre tipi di *proxies*: i tassi d'interesse, le misure aggregate della dimensione dei sistemi bancari e le misure aggregate della distribuzione delle attività.

Tassi d'interesse. La giustificazione principale dell'utilizzo dei tassi reali d'interesse come *proxy* per i servizi finanziari è il modello di "repressione finanziaria" di McKinnon (1973) e Shaw (1973).⁷ Come è stato discusso in maniera esaustiva in questi studi, le economie finanziariamente repressate sono caratterizzate da tassi nominali d'interesse fissati vicino a zero e da tassi d'inflazione elevati e volatili. Secondo il modello di repressione finanziaria, i tassi reali d'interesse sono più di una semplice *proxy* per i servizi finanziari: tassi reali d'interesse negativi riducono direttamente la crescita perché scoraggiano il risparmio e gli investimenti, e riducono l'efficienza dell'investimento stesso. Più in generale, sembra logico che quando gli intermediari finanziari pagano e addebitano tassi reali d'interesse estremamente negativi, essi non sono in grado di fornire servizi finanziari di qualità elevata; quindi le ricerche empiriche sulla relazione tra tassi reali d'interesse e crescita possono essere considerate come prove a favore della tesi secondo la quale i servizi finanziari hanno un ruolo nella crescita.

King e Levine (1992, tabella 24-A) hanno costruito un campione di 73 paesi in base alla loro crescita durante il periodo che va dal 1974 al 1989, e hanno scoperto che, mediamente, i tassi di crescita più veloci sono positivamente associati a tassi reali d'interesse più elevati. Inoltre numerosi studi indicano che i tassi reali d'interesse sono positivamente correlati con la crescita.⁸ Tuttavia tale associazione positiva è in genere il risultato di casi estremi – paesi con tassi reali d'interesse estremamente negativi – e scompare di solito quando nelle regressioni vengono incluse altre variabili, o vengono tralasciati i casi estremi. Ad esempio Roubini e Sala-i-Martin (1992) hanno incluso una variabile *dummy* che distingueva soltanto tra tassi reali d'interesse negativi e positivi in regressioni standard alla Barro, ottenendo un coefficiente basso e non significativo; hanno inoltre costruito una seconda variabile *dummy* che identificava i tassi reali d'interesse inferiori al -5% annuo, e in questo caso il coefficiente è diventato negativo, statisticamente significativo, e si è rivelato economicamente importante. Anche se questi risultati offrono qualche prova a favore sia del modello di repressione finanziaria sia dell'importanza in generale dell'intermediazione finanziaria, essi devono essere interpretati

⁷ Si veda Fry (1988) per una visione d'insieme. De Gregorio e Guidotti (1993) discutono le carenze dei tassi d'interesse come *proxy* per i servizi finanziari.

⁸ Si vedano Dornbusch (1990), Easterly (1990), Fry (1988, cap. 6.4), Gelb (1989) e Polak (1989).

con cautela perché, come è ben noto, le economie finanziariamente repressive hanno regimi commerciali, fiscali e monetari distorti, così che tassi reali d'interesse estremamente negativi potrebbero essere anche indici di altre distorsioni indotte per via politica. Seguendo tale ragionamento, King e Levine (1992) hanno incluso una variabile *dummy* per i tassi reali d'interesse al di sotto del -5% annuo, ma hanno anche incluso *proxies* delle distorsioni causate da decisioni politiche. Il coefficiente è risultato negativo ed economicamente importante, ma non significativo dal punto di vista statistico al livello del 10%.

Per quanto riguarda l'investimento, è provato che la sua efficienza (misurata mediante il rapporto incrementale capitale-prodotto) è correlata positivamente con i tassi reali d'interesse.⁹ Tale associazione resta statisticamente significativa quando vengono incluse le *proxies* delle distorsioni d'origine politica (si veda King e Levine 1992). Anche se interessanti, questi risultati devono essere interpretati con prudenza perché è chiaro che la causalità può andare dall'efficienza dell'investimento ai tassi reali d'interesse: i paesi con investimenti produttivi sono anche quelli che pagano tassi reali d'interesse più elevati. Inoltre King e Levine (1992) non hanno trovato alcuna correlazione significativa tra la quota di investimenti nel Pil dovuta all'investimento e tassi d'interesse severamente repressi.

Misure della dimensione e della ripartizione delle attività e crescita.

Una nuova serie di *proxies* per i servizi finanziari è stata recentemente costruita da King e Levine (1992, 1993a e 1993b) con dati tratti dalle *International Financial Statistics*. Il loro campione include circa 80 paesi, esclude i maggiori esportatori di petrolio, e copre il periodo 1960-1989. Due indicatori misurano la dimensione del settore formale dell'intermediazione, il rapporto tra passività liquide (M2) e Pil (LLY), e il rapporto tra passività quasi liquide (M2 - M1) e Pil (QLLY), una misura di profondità finanziaria non monetaria. Almeno sin da Gurley (1967) e Goldsmith (1969) si sa che i paesi più ricchi hanno sistemi finanziari più sviluppati. La tabella 4 raggruppa i paesi a seconda dei loro tassi di crescita e mostra che ciò vale anche per paesi che crescono più velocemente.¹⁰

⁹ Si vedano Fry (1988, cap. 6.3) e Gelb (1989).

¹⁰ Si vedano anche Gertler e Rose (1991), King e Levine (1993a), Neal (1990) e World Bank (1989).

Alcuni dei servizi forniti dagli intermediari finanziari, in particolare quelli che aiutano a eliminare le frizioni da incentivo, non sono direttamente legati alle loro passività (che forniscono soprattutto servizi di transazione e di tesaurizzazione) ma piuttosto alle loro attività. Inoltre, in molti paesi una frazione sostanziale di fondi mutuabili viene trattata dalla banca centrale, o allocata allo stato o a imprese pubbliche. Per questo motivo, le misure della dimensione e della composizione delle attività delle istituzioni finanziarie dovrebbero essere una *proxy* più valida per i servizi finanziari. King e Levine hanno costruito tre di queste misure: in primo luogo, per misurare chi funge da intermediario, hanno calcolato il rapporto tra le attività interne delle banche di deposito monetario (*deposit money banks*) e le attività interne della banca centrale insieme a quelle delle banche di deposito monetario (BANK).¹¹

TABELLA 4

INDICATORI FINANZIARI E CRESCITA REALE DEL PIL PRO CAPITE, 1960-1989*

| Indicatore | Ritmo di crescita | | | | Correlazione con la crescita |
|--------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|------------------------|------------------------------|
| | Molto veloce (g > 3%) | Veloce (2% < g < 3%) | Lenta (0,5% < g < 2%) | Molto lenta (g < 0,5%) | |
| LLY | 0,60 | 0,38 | 0,29 | 0,22 | 0,62 |
| QLLY | 0,37 | 0,20 | 0,15 | 0,07 | 0,64 |
| BANK | 0,81 | 0,73 | 0,71 | 0,60 | 0,46 |
| PRIVATE | 0,70 | 0,56 | 0,61 | 0,51 | 0,39 |
| PRIVY | 0,35 | 0,27 | 0,20 | 0,13 | 0,44 |
| Crescita media (%) | 4,5 | 2,6 | 1,4 | -0,5 | |
| Osservazioni | 29 | 28 | 29 | 28 | |

* Le medie della crescita del Pil pro capite e degli indicatori finanziari sono calcolate sull'intero periodo campione.

LLY = rapporto tra passività liquide e Pil; QLLY = rapporto tra passività liquide meno M1 e Pil; BANK = crediti interni delle banche di deposito monetario divisi per crediti interni delle banche di deposito monetario più quelli della banca centrale; PRIVATE = rapporto tra attività sul settore privato non finanziario e credito interno totale; PRIVY = rapporto tra attività lorde sul settore privato e Pil.

Fonte: King e Levine (1993b, tabella 1).

¹¹ Le banche di deposito monetario includono le banche commerciali e altre banche con grandi depositi a vista.

L'ipotesi è che la banca centrale non offra servizi che neutralizzano le frizioni da incentivo. In secondo luogo, per misurare chi utilizza fondi provenienti da intermediazione, essi hanno calcolato a) il rapporto tra i crediti concessi al settore privato non finanziario dalle banche di deposito monetario insieme alla banca centrale e il credito interno totale (PRIVATE); b) il rapporto tra i crediti concessi al settore privato non finanziario dalle banche di deposito monetario insieme alla banca centrale e il Pil (PRIVY). L'ipotesi è che quando gli intermediari finanziari prestano al settore pubblico, essi effettuino valutazioni più indulgenti rispetto a quando concedono mutui al settore privato.¹² Possiamo vedere dalla tabella 4 che nei paesi che crescono più velocemente: a) una parte maggiore di credito viene concessa dalle banche commerciali; b) una parte maggiore di credito va al settore privato; c) i mutui al settore privato sono una percentuale più elevata del Pil.

Tutte queste correlazioni restano statisticamente significative al livello dell'1% nelle regressioni standard sulla crescita, includendo variabili riguardanti le politiche commerciale, fiscale e monetaria.¹³ Inoltre King e Levine (1993b) precisano che i loro risultati sono robusti nel senso indicato da Levine e Renelt (1992), e che i coefficienti stimati sono economicamente importanti. Ad esempio, e ignorando la questione della causalità, essi implicano che un paese che aumenti il livello dei suoi indicatori finanziari, dalla media del gruppo a crescita più lenta nella tabella 4 alla media del gruppo a crescita più veloce, dovrebbe crescere più velocemente in una misura compresa fra 0,7 e 1,1 punti percentuali annui. Poiché la differenza tra i paesi a crescita più veloce e quelli a crescita più lenta è di circa 5 punti percentuali, ciò ridurrebbe la differenza nei tassi di crescita in una misura compresa tra il 15 e il 20%. Lo stesso esercizio con gli stessi dati indica che innalzare il livello degli indicatori finanziari alla media del gruppo a crescita più veloce dovrebbe eliminare tra il 10 e il 30% della loro differenza nei tassi di crescita.

Alcune osservazioni sono opportune. In primo luogo, Fernandez e Galetovic (1995) hanno ripetuto l'esercizio di King e Levine,

¹² Tuttavia, come essi fanno notare, questi indicatori potrebbero essere soltanto una proxy della dimensione del settore privato.

¹³ Queste variabili sono: il rapporto tra importazioni più esportazioni e il Pil, il rapporto tra spese pubbliche e il Pil, e il tasso d'inflazione. Le regressioni includono anche il logaritmo del reddito iniziale e il logaritmo del tasso d'iscrizione iniziale alla scuola media superiore.

dividendo però il campione tra paesi OCSE e non OCSE. Mentre i risultati per i paesi non OCSE sono molto simili, le correlazioni sono molto più deboli per i paesi OCSE, in particolare quando il Giappone viene escluso dal campione: tutti gli indicatori finanziari sono correlati in modo non significativo con la crescita, la dimensione dei coefficienti stimati si riduce di almeno un terzo, e gli R^2 corretti sono ridotti della metà. In secondo luogo, De Gregorio e Guidotti (1993) hanno esaminato la correlazione tra attività sul settore privato delle banche di deposito monetario e della banca centrale e il Pil (equivalente all'indicatore PRIVY costruito da King e Levine), e la crescita del reddito pro capite tra il 1960 e il 1985 in regressioni standard alla Barro per un campione di 98 paesi. Per l'intero campione, i risultati sono simili a quelli di King e Levine. Anch'essi hanno diviso il campione in tre gruppi, secondo il reddito pro capite nel 1960, e hanno scoperto che il coefficiente dell'indicatore finanziario è molto alto e significativo per i paesi a basso reddito, e basso (anche se significativo) per i paesi a reddito elevato.¹⁴

In terzo luogo, un'altra scoperta interessante di De Gregorio e Guidotti è che il loro indicatore finanziario rientra con un coefficiente negativo e statisticamente significativo nelle regressioni di crescita di dodici paesi dell'America latina. Ciò viene attribuito ai tentativi di liberalizzazione nei tardi anni '70, che fallirono perché le assicurazioni sui depositi e la carenza delle norme prudenziali avevano spinto le banche a prestare con troppa indulgenza e ad assumersi rischi eccessivi. Numerosi autori hanno interpretato tali risultati come prova del fatto che lo sviluppo finanziario, nel senso di sviluppo di intermediari privati, può ritardare la crescita. Tuttavia se ragioniamo in termini di servizi finanziari che riducono gli effetti negativi delle frizioni da incentivo, tali risultati avallano l'opinione che, quando tali servizi finanziari non vengono forniti, la qualità media delle imprese si riduce e la crescita risulta rallentata.

Misure della dimensione e della ripartizione delle attività e origini della crescita. Ipotizziamo che vi sia una relazione positiva tra servizi finanziari e crescita; sorge spontaneo domandarsi attraverso quali canali ciò avvenga. Nel loro studio King e Levine hanno esaminato la relazione tra indicatori finanziari e indicatori d'efficienza, e tra indica-

¹⁴ Il valore del coefficiente è la metà di quello dell'intero campione.

tori finanziari e accumulazione di capitale. Essi hanno utilizzato come *proxies* dell'efficienza un rapporto incrementale capitale-prodotto e un residuo di crescita, costruito sottraendo dal tasso di crescita del Pil pro capite la parte associata alla crescita dello stock di capitale fisico pro capite (si veda King e Levine 1993b per ulteriori dettagli). Il tasso d'investimento e il tasso di crescita dello stock di capitale sono stati utilizzati come *proxies* dell'accumulazione. I risultati sono simili a quelli ottenuti per la crescita nel reddito pro capite: nei paesi con maggior accumulazione e dove l'efficienza cresce più velocemente: a) in media i sistemi bancari sono più sviluppati; b) una quota maggiore del credito viene distribuita dalle banche commerciali; c) una quota maggiore del credito viene distribuita al settore privato; d) i mutui concessi al settore privato rappresentano una quota maggiore del Pil (si veda King e Levine 1993b, tabelle II, III e IV). La maggior parte di queste correlazioni rimangono statisticamente significative al livello del 5% nelle regressioni standard di crescita, e i coefficienti stimati tendono a essere economicamente importanti (si veda King e Levine 1992, 1993a e 1993b).¹⁵ Per il tasso d'investimento (ignorando di nuovo la questione della causalità), i risultati indicano che un paese che aumenta il livello dei suoi indicatori finanziari dalla media del gruppo con gli indici più bassi alla media di quello con gli indici più elevati, investirebbe dal 2,4 al 3,5% del Pil in più, cancellando così tra il 17 e il 25% della differenza nei tassi d'investimento.¹⁶ Lo stesso esercizio realizzato con i dati dei paesi nei due gruppi intermedi indica che aumentare i loro indicatori finanziari al livello della media del gruppo con i tassi d'investimento più elevati eliminerebbe tra il 19 e il 35% della differenza. Per quanto riguarda l'efficienza, i risultati della regressione suggeriscono un impatto minore, anche se non trascurabile, sui finanziamenti: un paese che aumenti i suoi indicatori finanziari dalla media dei paesi in cui la produttività cresce molto lentamente a livello della media dei paesi in cui la produttività cresce più velocemente ridurrebbe dell'8-15% il divario tra i tassi di crescita della produttività; per i paesi nei due gruppi intermedi i benefici sono quantificabili tra il 4 e il 20%.¹⁷

¹⁵ Fa eccezione la correlazione tra rapporto incrementale prodotto-capitale e indicatori finanziari, che è statisticamente non significativa nelle regressioni standard di crescita (si veda King e Levine 1992).

¹⁶ I tassi d'investimento dei paesi sono classificati come molto elevati, elevati, bassi e molto bassi.

¹⁷ La crescita dell'efficienza è classificata in molto elevata, elevata, bassa e molto bassa.

Sono d'obbligo due osservazioni. In primo luogo De Gregorio e Guidotti (1993) hanno studiato i canali tramite i quali i servizi finanziari influenzano la crescita, inserendo i tassi d'investimento come variabile nella parte a destra della relazione, sulla base dell'ipotesi che se il canale principale attraverso il quale si svolge la relazione tra servizi finanziari e crescita è il livello d'investimento, allora il coefficiente stimato dell'indicatore finanziario dovrebbe diminuire e non essere più statisticamente significativo. Essi hanno invece scoperto che il loro indicatore finanziario rimaneva statisticamente significativo, e il suo coefficiente diminuiva solo di un quarto; hanno pertanto concluso che la maggior parte degli effetti dei servizi finanziari sulla crescita sono trasmessi tramite un aumento della produttività marginale del capitale. In secondo luogo, un'interessante scoperta di Fernandez e Galetovic (1995) è che nei paesi non OCSE esiste una forte correlazione positiva tra indicatori finanziari e investimenti in attrezzature. (Come si vede dai lavori di De Long e Summers 1991, 1992 e 1993, esiste una forte correlazione positiva tra il tasso di crescita del Pil per lavoratore e l'investimento in attrezzature.) Tuttavia la correlazione diventa negativa e statisticamente non significativa se il campione viene limitato ai paesi OCSE.

Simultaneità. Vari autori hanno messo in risalto il fatto che le correlazioni positive tra indicatori finanziari e indicatori di crescita potrebbero semplicemente significare che lo sviluppo economico è la causa dello sviluppo finanziario. Per verificare la possibilità che le correlazioni siano dovute a shock contemporanei che influiscono sia sullo sviluppo finanziario sia su quello economico, King e Levine (1993b) hanno stimato di nuovo le loro equazioni utilizzando il livello delle passività liquide del 1960, i valori iniziali del decennio di tutti e quattro gli indicatori finanziari, e le procedure delle variabili strumentali (3SLS), sulla base dell'ipotesi che i livelli iniziali degli indicatori finanziari debbano essere esogeni rispetto alla crescita conseguente. I risultati erano simili a quelli ottenuti utilizzando valori contemporanei per gli indicatori finanziari, così che i paesi che inizialmente avevano sistemi finanziari più sviluppati, e allocavano una parte maggiore del credito al settore privato tramite le banche commerciali, tendevano a crescere più velocemente, a investire maggiormente e a realizzare tassi di crescita della produttività più elevati nei successivi 10 o 30 anni. Questi risultati rendono più probabile che le associazioni positive tra indicatori finanziari e crescita non rispecchino

soltanto il fatto che la crescita economica genera una domanda di servizi finanziari. Inoltre, se i tassi di crescita o d'investimento prima del periodo campione sono correlati con i tassi di crescita e d'investimento durante il periodo campione, allora sia un sistema finanziario già sviluppato al principio, sia una successiva crescita veloce potrebbero essere il risultato della crescita precedente.¹⁸ Tuttavia ciò non è probabile: come abbiamo visto prima, i sistemi finanziari si sviluppano e raggiungono la maturità durante i primi decenni della crescita sostenuta, la qual cosa indica che in larga misura la domanda di servizi finanziari non è il risultato della crescita economica del passato.

I dati sono adeguati? Una possibile limitazione degli indicatori finanziari costruiti da King e Levine è che essi non siano sufficientemente esaustivi, perché le banche di deposito monetario producono o hanno in loro possesso solo una frazione delle attività finanziarie di un'economia. Ciò nonostante, se gli intermediari e i servizi finanziari hanno un ruolo nella crescita a causa delle frizioni da incentivo, allora neppure un aggregato di tutte le attività finanziarie è un adeguato sostituto, perché molti servizi finanziari hanno poco a che fare con il finanziamento delle imprese e con il superamento delle frizioni da incentivo. Ad esempio, molti tipi di assicurazione, o la possibilità di livellamento dei consumi nel tempo offerta dai fondi pensionistici o dai crediti al consumo sono servizi finanziari affini a beni di consumo che hanno poco, se non niente, a che fare con la qualità media delle aziende che ricevono fondi. D'altro canto, in linea di principio l'omissione di altri intermediari finanziari che concedono mutui alle imprese e dei mercati mobiliari costituisce un problema. Riguardo a ciò, bisogna notare che nei paesi in via di sviluppo i mutui sono di gran lunga il tipo d'intermediazione più importante, e i mercati mobiliari non hanno alcun interesse come fonte di finanziamento per le imprese. In secondo luogo, lo studio di Mayer (1990) indica che anche nelle economie industrializzate i mercati dei titoli non sono la fonte dominante di finanziamento per le aziende; inoltre, secondo lo studio di Davis e Mayer (1991), gli istituti creditizi continuano ad avere un ruolo importante anche nel finanziamento delle grandi società.

D'altro canto, si potrebbe anche sostenere che i prestiti bancari includono articoli che hanno ben poco a che vedere con il superamen-

¹⁸ Su questo punto si veda anche Gertler (1993).

to delle frizioni da incentivo (ad esempio, crediti ipotecari e crediti al consumo), o addirittura che i sistemi bancari più sviluppati possono riflettere un peggioramento delle frizioni da incentivo (come nel caso dei tentativi falliti di liberalizzazione in America latina). Se il primo problema può preoccuparci, perché la domanda di crediti ipotecari e al consumo è probabilmente influenzata dallo sviluppo economico, il secondo non dovrebbe, perché se si potesse risolvere tale problema, ciò probabilmente non farebbe che rafforzare le correlazioni positive tra indicatori finanziari e crescita.

5. Un'interpretazione delle risultanze empiriche

Nelle ultime due sezioni abbiamo passato in rassegna l'evidenza empirica che indica che: a) nelle economie di mercato, i sistemi finanziari si sviluppano e raggiungono la maturità durante le primissime fasi della crescita economica sostenuta; b) le frizioni da incentivo sono importanti, e gli intermediari hanno un ruolo fondamentale nel loro superamento, anche nelle odierne economie industrializzate; c) gli indicatori finanziari hanno una correlazione positiva con la crescita in un'analisi comparata tra paesi a vasto raggio; d) l'associazione positiva tra indicatori finanziari e indicatori di crescita è considerevolmente più debole nei paesi OCSE; e) mentre i paesi più ricchi hanno in media sistemi finanziari più sviluppati, la dimensione e le caratteristiche istituzionali dei sistemi finanziari variano notevolmente tra paesi con livelli di sviluppo e di crescita simili. Lo scopo di questa sezione è quello di interpretare tali risultanze e di discuterne la coerenza con la tesi secondo la quale gli intermediari finanziari che aiutano a superare le frizioni da incentivo influenzano la crescita.

La prima osservazione è che gli studi di Goldsmith e le recenti esperienze nei paesi dell'Asia orientale indicano che lo sviluppo dei sistemi finanziari non è solo una reazione passiva allo sviluppo economico del passato. Come abbiamo già detto, se così fosse, allora si dovrebbe osservare che le economie di mercato procedono senza sistemi finanziari per molto tempo dopo l'inizio della crescita sostenuta.

È improbabile che l'importanza dei sistemi finanziari risieda solo nel superamento delle frizioni tecnologiche. Da una parte, come

abbiamo visto nella sezione 3, esistono prove effettive che le frizioni da incentivo sono assai diffuse anche nelle odierne economie industrializzate. Dall'altra, se le frizioni tecnologiche fossero il motivo principale dell'importanza dei sistemi finanziari, si dovrebbe assistere a miglioramenti effettivi nelle prestazioni quando i sistemi finanziari repressi vengono liberalizzati, e ciò non quadra, ad esempio, con l'esperienza latino-americana.

Risulta chiaro che i servizi finanziari non sono motori di crescita; in definitiva la crescita è guidata dall'acquisizione di conoscenze tecniche e commerciali, dalla diffusione delle innovazioni e dall'accumulazione di capitale fisico e umano, non dall'ampliamento della gamma e dal miglioramento della qualità dei servizi finanziari a disposizione. Ma queste attività e le imprese che le svolgono, nelle economie di mercato, devono essere finanziate in larga misura con fondi esterni, e la volontà di finanziarle dipende da quanto successo si ha nel superare le frizioni da incentivo. Il resto della sezione tratterà il tema seguente: le frizioni da incentivo colpiscono il finanziamento di attività che sono motori di crescita particolarmente forti, ed è principalmente a causa di ciò che gli intermediari finanziari sono importanti per la crescita di lungo periodo.

Nella sua *Theory of Economic History* (1969) Hicks indica che l'adozione massiccia di processi di produzione richiedenti ingenti quantità di capitale fisso è il segno distintivo della rivoluzione industriale (e, da allora, della crescita e dello sviluppo economici). Egli sottolinea anche che in un mondo pieno di incertezze, la gente sarebbe stata pronta a investire capitale solo avendo accesso a capitale liquido a breve scadenza, il che ha reso fondamentali per la crescita gli intermediari che fornivano servizi di liquidità.¹⁹ I recenti sviluppi nella teoria della crescita endogena hanno messo in risalto una seconda caratteristica peculiare della crescita economica moderna, cioè che essa appare il risultato della creazione e dell'adozione di nuove conoscenze assorbite in prodotti e processi produttivi nuovi e migliorati. Inoltre, si potrebbe aggiungere una terza peculiarità della crescita economica moderna, cioè che la creazione e l'adozione di conoscenze avviene per la maggior parte delle volte in aziende specializzate, che sono depositarie di attività immateriali come le

¹⁹ Si veda Hicks (1969, pp. 141-145), Bencivenga e Smith (1991) e Bencivenga *et al.* (1993) formalizzano il concetto che i servizi di liquidità influenzano la crescita e lo sviluppo.

conoscenze tecniche e commerciali insite nei loro membri e nelle loro procedure organizzative.

Si deve notare che le attività immateriali sono onerose da finanziare a causa delle frizioni da incentivo. In primo luogo, non sono omogenee, per cui non risulta facile determinare il loro valore, né sono facilmente vendibili sui mercati secondari. Quindi il valore come garanzia di un'attività, quale le conoscenze che un'impresa ha sulle preferenze di un gruppo di consumatori, dipende principalmente dalle informazioni su tale impresa di cui dispongono i creditori. In secondo luogo, la creazione e l'utilizzo di attività immateriali necessita principalmente di sforzo umano, che è difficile da valutare e controllare senza seguire da vicino gli affari quotidiani dell'azienda. In terzo luogo, investire per creare conoscenze è intrinsecamente rischioso, il che probabilmente influenza la volontà di intraprendere tali progetti. Tuttavia, a causa dei problemi di rischio morale, che sono particolarmente importanti nelle attività immateriali, i creditori non stipulano un'assicurazione con un'azienda, a meno che non possano essi stessi sorvegliare direttamente le sue azioni. Infine le attività immateriali sono difficili da definire e da descrivere, per cui il loro finanziamento è particolarmente colpito dall'incompletezza dei contratti.

Queste caratteristiche delle attività immateriali indicano i servizi (già menzionati nella sezione 2) che contano maggiormente per la crescita e lo sviluppo: la raccolta di informazioni sulle aziende, la selezione, il controllo e la prevenzione rispetto a comportamenti opportunistici nelle relazioni finanziarie. Poiché gli intermediari come le banche commerciali e d'investimento sono i fornitori principali di questi servizi, queste sono, molto probabilmente, anche le istituzioni finanziarie la cui qualità avrà il ruolo principale nella crescita di lungo periodo. Il risultato di Fernandez e Galetovic (1995), secondo cui le economie non OCSE aventi in media sistemi bancari più sviluppati investono più in attrezzature, corrobora questa teoria, poiché si potrebbe pensare che l'acquisizione di attrezzature sia collegata all'acquisizione delle conoscenze tecniche in esse insite e delle conoscenze commerciali necessarie per farne un uso proficuo.

Più in generale, si può pensare a due relazioni tra questi servizi finanziari e la crescita di lungo periodo. La prima risulta evidente osservando che, sebbene costosi da prestare, questi servizi riducono gli oneri del finanziamento necessario per creare e acquisire attività

immateriali, e quindi riducono gli incentivi a dedicare risorse alla loro creazione e acquisizione.²⁰ Non solo permettono ai creditori d'influenzare direttamente le politiche di produzione e investimento dei loro mutuatari, riducendo quindi le conseguenze negative delle frizioni da incentivo, ma soprattutto senza tali servizi la maggior parte delle imprese non avrebbe accesso a finanziamenti esterni. Inoltre, il limite entro il quale le aziende possono utilizzare i mercati del credito per diversificare i rischi caratteristici dipende dall'abilità dei creditori nel superare i problemi di rischio morale, inerenti all'assicurazione. Un secondo legame tra questi servizi finanziari e la crescita di lungo periodo può essere osservato notando che, quando i creditori sono in grado d'influenzare direttamente le azioni intraprese dalle aziende, la qualità media delle aziende attive aumenta.

La qualità media di un'azienda è importante per la crescita tramite due canali. In primo luogo, le aziende di qualità più elevata aumentano la produttività delle risorse utilizzate nei settori che sono motori di crescita. Ciò significa non solo migliori laboratori di R&S, ma anche aziende migliori, alla ricerca di nuovi mercati, che introducono miglioramenti a livello di gestione, o formano il personale *in loco*. In secondo luogo, le aziende in settori diversi da quelli che sono motori di crescita richiedono le innovazioni prodotte con le nuove conoscenze; più elevata è la loro qualità, più innovazioni verranno diffuse e maggiori saranno i profitti generati dall'ottenimento di un'innovazione e l'incentivo a generare nuove conoscenze (si veda Galetovic 1994b).

Detto ciò, si potrebbe supporre che una delle principali ragioni per cui le economie di mercato sviluppano una rete di intermediari all'inizio dell'industrializzazione è che la crescita è fatta dell'accumulazione di attività immateriali. Secondo questa interpretazione, sia lo sviluppo dei sistemi finanziari sia la predominanza di finanziamenti da intermediazione sono endogeni alla natura del processo di crescita; in tal senso si può affermare che la finanza viene dopo l'industria. D'altro canto, la presenza costante di frizioni da incentivo indica che l'approvvigionamento agevolato di finanziamenti esterni non è una caratteristica tecnologica delle economie di mercato che possa considerarsi acquisita. Quindi il ruolo degli intermediari finanziari nei meccanismi di crescita non è meramente passivo.

²⁰ Per un'analisi formale, si veda Galetovic (1994a).

I motivi che spiegano perché gli intermediari finanziari si sviluppino nelle prime fasi dell'industrializzazione potrebbero anche suggerire che gli intermediari finanziari siano importanti per la crescita nelle economie mature come quelle dei paesi OCSE. Come abbiamo visto nella sezione 3, un'estesa letteratura empirica, e il fatto che i mutui da intermediazione siano la fonte primaria di finanziamento esterno per le aziende indicano che le frizioni sui mercati del credito continuano a essere importanti per molto tempo dopo l'inizio dell'industrializzazione; inoltre, oggi la crescita dipende sempre di più dall'acquisizione di conoscenze. Ci si potrebbe chiedere perché questa influenza positiva degli intermediari finanziari sulla crescita di lungo periodo non sia colta dalle regressioni fra paesi. Il motivo potrebbe essere semplicemente che la maggior parte dei paesi OCSE possedeva sistemi finanziari maturi già all'inizio di questo secolo. Quindi attualmente tutti i paesi OCSE hanno intermediari che molto probabilmente eliminano le frizioni da incentivo con efficienza comparabile, per cui vi sono scarsi motivi per aspettarsi che le regressioni di crescita tra paesi che includono solo economie mature possano cogliere l'influenza positiva degli intermediari sulla crescita di lungo periodo.²¹ Non è neppure sorprendente scoprire che la dimensione e le caratteristiche istituzionali dei sistemi finanziari varino considerevolmente tra paesi con lo stesso sviluppo, senza troppo influenzare la loro crescita di lungo periodo. Qui dobbiamo sottolineare che molte attività finanziarie emesse nelle moderne economie di mercato hanno origine in servizi che hanno uno scarso impatto diretto o indiretto sulla creazione, adozione e diffusione delle conoscenze tecniche e commerciali; il fatto che tali servizi vengano offerti è nella maggior parte dei casi una questione di regolamenti. Predominanti tra questi servizi sono quelli simili ai beni di consumo (ad esempio carte di credito, o l'agevolazione al consumo permessa dai crediti al consumo o dai fondi pensionistici) che potrebbero influenzare in modo significativo la ricchezza del consumatore, ma che, molto probabilmente, hanno poco a che fare con la capacità di un'economia di concedere fondi ad aziende meritevoli di credito, aziende che creano conoscenze o investono in esse. Dal punto di vista delle scelte di politica economica, ciò suggerisce che, fino a quando i legislatori permetteranno agli intermediari di

²¹ Naturalmente il Giappone è l'eccezione, un chiaro caso estremo. Molti autori attribuiscono parte della veloce crescita giapponese al fatto che le banche giapponesi sembrano essere insolitamente efficaci nell'annullare le frizioni da incentivo, il che potrebbe significare che persino i paesi industrializzati potrebbero trarre profitto dal miglioramento della capacità dei sistemi finanziari di annullare le frizioni da incentivo.

fornire i servizi che forse i banchieri chiamerebbero "tradizionali" e gli economisti "raccolta di informazioni", "selezione" e "controllo", la finanza avrà una scarsa influenza sulla crescita di lungo periodo. D'altro canto, una disponibilità inadeguata di questi servizi condurrebbe probabilmente a un ritardo nella crescita.

BIBLIOGRAFIA

- BENCIVENGA, V. e B. SMITH (1991), "Financial intermediation and endogenous growth", *Review of Economic Studies*, 58, 195-209.
- BENCIVENGA, V., B. SMITH e R. STARR (1993), "Transaction costs, technological choice and endogenous growth", dattiloscritto, Cornell University.
- BERNANKE, B. (1993), "Credit in the macroeconomy", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Spring, 50-70.
- BULOW, J. e J. SHOVEN (1978), "The bankruptcy decision", *Bell Journal of Economics*, 9, 437-456.
- CAMERON, R. (1967), *Banking in the Early Stages of Industrialization*, Oxford University Press, New York.
- CAMERON, R. (1972), *Banking and Economic Development*, Oxford University Press, New York.
- CAMERON, R. (1992), *Financing Industrialization*, Edward Elgar, Aldershot.
- CAROSSO, V. (1970), *Investment Banking in America: A History*, Harvard University Press, Cambridge.
- CHO, Y. (1989), "Finance and development: the Korean approach", *Oxford Review of Economic Policy*, 5(4), 88-102.
- COLE, D. e Y. PARK (1983), *Financial Development in Korea*, Harvard University Press, Cambridge.
- CORBETT, J. (1987), "International perspectives on financing: evidence from Japan", *Oxford Review of Economic Policy*, 3(4), 30-55.
- COTTRELL, P.L. (1980), *Industrial Finance: 1830-1914*, Methuen, London.
- DAVIS, P. e C. MAYER (1991), "Corporate finance in the Euromarkets and the economics of intermediation", *Discussion Paper*, no. 570, CEPR.
- DE GREGORIO e P. GUIDOTTI (1993), "Financial development and economic growth", International Monetary Fund, dattiloscritto.
- DE LONG, B. e L. SUMMERS (1991), "Equipment investment and growth", *Quarterly Journal of Economics*, 106, 445-502.
- DE LONG, B. e L. SUMMERS (1992), "Equipment investment and economic growth. How strong is the nexus?", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 157-211.
- DE LONG, B. e L. SUMMERS (1993), "How strongly do developing economies benefit from equipment investment?", *Journal of Monetary Economics*, 32, 395-415.

- DIAMOND, D. (1984), "Financial intermediation and delegated monitoring", *Review of Economic Studies*, 51, 393-414.
- DORNBUSCH, R. (1990), "Policies to move from stabilization to growth", *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1989*, 19-48.
- EASTERLY, W. (1990), "Endogenous growth in developing countries with government induced distortions", in V. Corbo *et al.* eds, *Adjustment Lending Revisited*, The World Bank, Washington.
- FAZZARI, S. e M. ATHEY (1987), "Asymmetric information, financing constraints, and investment", *Review of Economics and Statistics*, 69, 481-487.
- FAZZARI, S., G. HUBBARD e B. PETERSEN (1988), "Financing constraints and corporate investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, (1), 141-195.
- FERNANDEZ, D. e A. GALETOVIC (1995), "Schumpeter might be right - But why? Explaining the relation between finance, development, and growth", dattiloscritto, Johns Hopkins University, Baltimore.
- FRY, M. (1988), *Money, Interest Rates and Banking in Economic Development*, The Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- GALETOVIC, A. (1994a), "Financial intermediation, resource allocation, and long-run growth", *Discussion Papers in Economics*, 170, Woodrow Wilson School, Princeton University.
- GALETOVIC, A. (1994b), "Credit market structure, firm quality, and long-run growth", *Discussion Papers in Economics*, 171, Woodrow Wilson School, Princeton University.
- GELB, A. (1989), "Financial policies, growth and efficiency", *PRE Working Paper*, 202, The World Bank, Washington.
- GERTLER, M. (1993), "Discussion of King and Levine", in C. Mayer and X. Vives eds, *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge University Press, Cambridge.
- GERTLER, M. e A. ROSE (1991), "Finance, growth and policy", *PRE Working Paper*, 814, The World Bank, Washington.
- GILSON, S., K. JOHN e L. LANG (1990), "Troubled debt restructurings. An empirical study of reorganizations of private firms in default", *Journal of Financial Economics*, 27, 315-353.
- GOLDSMITH, R. (1969), *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven.
- GOLDSMITH, R. (1985), *Comparative National Balance Sheets*, The University of Chicago Press, Chicago.
- GURLEY, J. (1967), "Financial structures in developing economies", in D. Krivine ed., *Fiscal and Monetary Problems in Developing States*, Praeger, New York.
- GURLEY, J. e E. SHAW (1960), *Money in a Theory of Finance*, The Brookings Institution, Washington.
- HELLWIG, M. (1991), "Banking, financial intermediation, and corporate finance", in A. Giovannini and C. Mayer eds, *European Financial Integration*, Cambridge University Press, Cambridge.
- HICKS, J. (1969), *A Theory of Economic History*, Oxford University Press, Oxford.

- HOSHI, T., A. KASHYAP e D. SCHARFSTEIN (1990), "The role of banks in reducing financial distress in Japan", *Journal of Financial Economics*, 27, 67-88.
- HOSHI, T., A. KASHYAP e D. SCHARFSTEIN (1991), "Bank monitoring and investment: evidence from the changing structure of Japanese banking relationships", in G. Hubbard ed., *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, The University of Chicago Press, Chicago.
- HUBBARD, G. e A. KASHYAP (1992), "Internal net worth and the investment process: an application to U.S. agriculture", *Journal of Political Economy*, 100, 506-534.
- JAMES, C. (1987), "Some evidence on the uniqueness of bank loans", *Journal of Financial Economics*, 19, 217-235.
- KING, R. e R. LEVINE (1992), "Financial indicators and growth in a cross section of countries", *PRE Working Paper*, 819, The World Bank, Washington.
- KING R. e R. LEVINE (1993a), "Financial intermediation and economic development", in C. Mayer and X. Vives eds, *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge University Press, Cambridge.
- KING, R. e R. LEVINE (1993b), "Schumpeter might be right", *Quarterly Journal of Economics*, 108, 717-737.
- LAVINGTON, F. (1921), *The English Capital Market*, Methuen, London.
- LEVINE, R. e RENELT, D. (1992), "A sensitivity analysis of cross-country growth regressions", *American Economic Review*, 82, 942-963.
- LUMMER, S. e J. MCCONNELL (1989), "Further evidence on the bank lending process and the capital market response to bank loan agreements", *Journal of Financial Economics*, 25, 99-122.
- MAYER, C. (1988), "New issues in corporate finance", *European Economic Review*, 32, 1167-1189.
- MAYER, C. (1990), "Financial systems, corporate finance, and economic development", in G. Hubbard ed., *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, The University of Chicago Press, Chicago.
- MCKINNON, R. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, Washington.
- MCKINNON, R. (1991), *The Order of Economic Liberalization*, Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- MIKKELSON, W. e M. PARTCH (1986), "Valuation effects of security offerings", *Journal of Financial Economics*, 15, 31-60.
- NEAL, C. (1990), "Macrofinancial indicators for 117 developing and industrial countries", *PRE Working Paper*, 58, The World Bank, Washington.
- NEUBURGER, H. (1977), *German Banks and German Economic Growth from Unification to World War I*, Arno Press, New York.
- POLAK, J. (1989), "Financial policies and development", OECD Development Center Studies, Paris.
- ROUBINI, N. e X. SALA-I-MARTIN (1992), "Financial repression and economic growth", *Journal of Development Economics*, 39, 5-30.
- SCHUMPETER, J. (1969), *The Theory of Economic Development*, Oxford University Press, Oxford.

- SHAW, E. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York.
- SKULLY, M. e G. VIKSNINS (1987), *Financing East Asia's Success*, St. Martin's Press, New York.
- SYLLA, R. (1975), *The American Capital Market, 1846-1914*, Arno Press, New York.
- TAGGART, R. (1985), "Secular patterns in the financing of U.S. corporations", in B. Friedman ed., *Corporate Capital Structures in the United States*, The University of Chicago Press, Chicago.
- WHALE, P. (1930), *Joint Stock Banking in Germany*, Macmillan, London.
- WORLD BANK (1989), *World Development Report*, Oxford University Press, New York.