

Sull'innovazione finanziaria

1. Introduzione

Negli ultimi anni, in tutti i paesi — seppure in gradi diversi — si sono realizzate numerose modifiche della struttura finanziaria, che hanno accompagnato lo sviluppo di nuovi strumenti, mercati e intermediari finanziari. Una letteratura crescente descrive e analizza queste modifiche, genericamente incluse sotto l'etichetta di "innovazione finanziaria". Da un punto di vista analitico, l'aspetto che ha ricevuto maggior attenzione riguarda le conseguenze che ne derivano per la politica monetaria. Nel corso degli anni settanta, le autorità monetarie hanno predeterminato, ed esplicitamente annunciato, obiettivi quantitativi di crescita degli aggregati monetari. Ma nella misura in cui l'innovazione finanziaria altera la definizione e/o la controllabilità degli aggregati monetari, una politica monetaria così condotta perde efficacia o può addirittura portare a risultati perversi. Se questo è stato l'approccio analitico prevalente, esso appare, tuttavia, riduttivo. L'innovazione finanziaria in corso non si limita, infatti, ad alterare il significato degli aggregati monetari, ma più in generale porta a dover ridefinire gli stessi meccanismi di trasmissione della politica monetaria. D'altra parte, è opportuno distinguere gli effetti, necessariamente transitori, che si manifestano mentre l'innovazione finanziaria si realizza, da quelli, permanenti, che seguono al completarsi dell'innovazione stessa. E gli effetti presi in considerazione non possono limitarsi agli eventuali problemi che ne risultano per l'efficacia della politica monetaria, ma devono anche tener conto dell'aumento di efficienza che ne può risultare per il sistema finanziario.

Per chiarire costi e benefici di quanto si intende per innovazione finanziaria, occorre dunque esaminarne congiuntamente cause ed effetti. A tal fine, si dovrebbe anzitutto dare risposta ad alcune domande molto generali. Esiste una teoria economica dell'innovazione finanzia-

ria? Quali rapporti ha con la teoria del progresso tecnico e dell'innovazione, di norma sviluppata con riferimento al settore industriale? E ancora: quando si è in grado di identificare una "innovazione" in campo finanziario? Come misurarne la consistenza, in termini non puramente qualitativi? Cosa ne caratterizza l'evoluzione: si tratta di un processo graduale o che procede a ondate concentrate nel tempo? L'innovazione stessa è endogena, oppure "piove come manna dal cielo"? Da quali forme di mercato è favorita: è più intensa e rapida in mercati molto concorrenziali oppure in regime di oligopolio?

Come risulterà da quanto segue, a molte di queste domande non sono ancora state date risposte certe ed univoche. Anzi, alcune di queste domande non sono state neppure poste nella letteratura scientifica, al contrario di quanto è avvenuto nelle ricerche svolte con riferimento al progresso tecnico e all'innovazione in campo industriale. Una plausibile spiegazione di questo contrasto dipende dal fatto che resta una differenza di fondo fra settore industriale e settore finanziario. Nel primo, l'innovazione è essenziale, nel senso che l'industria *non* può continuare ad espandersi se non si introducono nuovi beni, se non si sviluppano nuovi mercati, se non sorgono nuove imprese. Non a caso la teoria economica studia il progresso tecnico e l'innovazione, con riferimento al settore industriale, in pratica dalle sue origini. Diversa è invece la situazione nel settore finanziario, basato su esigenze di continuità e stabilità che — di norma — tendono a favorire il mantenimento nel tempo di strumenti, mercati e intermediari finanziari consolidati. Anche nel settore finanziario possono aversi modifiche rilevanti, ma queste tendono ad essere occasionali, e comunque, di norma, imposte dall'*adattamento* a condizioni nuove, emerse negli altri settori dell'economia. Usando una formulazione estrema, si potrebbe dire che di regola l'innovazione è *endogena* nel settore industriale, mentre è *esogena* nel settore finanziario. Ne deriva la possibilità di prevedere in anticipo il manifestarsi dell'innovazione finanziaria, le sue probabili caratteristiche e i tempi di realizzazione, e distinguerne quindi effetti transitori e permanenti.

In quanto segue, esaminiamo brevemente lo stato attuale della teoria dell'innovazione finanziaria, per illustrare poi le caratteristiche principali del processo di innovazione in atto, anche in Italia. Ne risulteranno considerazioni sulle implicazioni che ne derivano per il *modus operandi* della politica monetaria e, più in generale, per la definizione dei meccanismi di trasmissione di questa politica.

2. Esiste una teoria economica dell'innovazione finanziaria?

Al confronto con la vasta letteratura accumulata sui temi del progresso tecnico e dell'innovazione, con riferimento al settore industriale, la teoria dell'innovazione finanziaria presenta limitati e più recenti sviluppi.¹ Ciò non dovrebbe stupire, se è vero — come ha sostenuto Vicarelli² — che modesti sono stati (salvo alcune pregevoli eccezioni) gli sviluppi della stessa teoria dell'attività finanziaria, pur in presenza di numerosi studi storici e di estese ricerche empiriche *alla* Goldsmith, e nonostante le promesse rappresentate a suo tempo dalle analisi di Gurley & Shaw. L'opinione prevalente sembra essere quella che il sistema finanziario evolva molto lentamente, senza svolte significative nel breve periodo, di norma adattandosi a quanto richiesto dall'evoluzione del settore reale. I principali "fatti stilizzati", da tempo individuati per caratterizzare l'evoluzione del sistema finanziario, riguardano, da un lato, la crescita — assoluta e relativa — delle attività finanziarie, cioè la aumentata "intensità finanziaria"; e dall'altro lato, la tendenza a ridurre l'impiego di moneta.³ Ambedue questi "fatti stilizzati" sono compatibili con un processo di innovazione finanziaria, ma non necessariamente lo presuppongono. Si può infatti ritenere che il sistema finanziario presenti intrinseci aspetti di "nominalismo" ed esigenze di certezza e di "fiducia", tali da attribuire alla attività finanziaria caratteristiche di continuità molto maggiori che per il settore industriale. Basterà ricordare le conseguenze traumatiche che può avere, per l'intero sistema, il fallimento di un intermediario finanziario, a differenza di quanto avviene con il fallimento di un'impresa industriale.

Se di norma queste caratteristiche di stabilità e continuità dell'attività finanziaria sono prevalenti, come si spiega la recente ondata di

¹ Per una recente rassegna della letteratura, vedi A. CARRETTA, *L'intermediazione finanziaria negli Stati Uniti d'America*, Centro Studi Eurogest, Milano, 1983.

² Vedi *Introduzione* a F. Vicarelli (a cura di), *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, Il Mulino, Bologna, 1979.

³ A conferma dell'intuizione di Harry Johnson che il vero problema da spiegare non è l'uso della moneta per i suoi vantaggi, ma piuttosto l'uso della moneta nonostante i suoi svantaggi. Vedi H.G. JOHNSON, "Major Issues in Monetary Economics", *Oxford Economic Papers*, luglio 1974, p. 216. Come sostenuto a suo tempo da Hicks, se la moneta è considerata come un "input" del processo produttivo, vi saranno innovazioni ("induced invention") per economizzarne l'impiego, ma anche metodi per aumentarne la produttività. Vedi J. HICKS, *The Crisis in Keynesian Economics*, Blackwell, Oxford, 1974, p. 49.

innovazioni che appare modificare radicalmente, un po' in tutti i paesi, il sistema finanziario?

Nell'ambito delle recenti innumerevoli riletture di Schumpeter, Minsky⁴ ha sostenuto che per valutare l'evoluzione in corso dei mercati finanziari USA occorre estendere al settore finanziario la visione schumpeteriana dell'imprenditore innovativo. A mio avviso, questa trasposizione è suggestiva, ma può trarre in inganno. Non perché l'imprenditore innovativo di cui parla Schumpeter debba soltanto essere un industriale,⁵ ma perché l'innovazione di cui Schumpeter parla⁶ presenta caratteristiche di autonomia rispetto al mercato ed alle preferenze dei consumatori che certo non si trovano nella "innovazione finanziaria" in atto. Schumpeter⁷ insiste infatti nel distinguere quei continui, singolarmente modesti, cambiamenti che restano compatibili con una preesistente situazione di equilibrio, anche in una fase di crescita ("growth"), e che sono caratterizzati dall'*adattamento* ai dati della realtà (in primo luogo alle preferenze dei consumatori), dalle "innovazioni", che rappresentano invece discontinuità che spostano il precedente equilibrio e costituiscono quei nuovi fenomeni che originano lo sviluppo ("development"). Le innovazioni, *alla* Schumpeter, sono cambiamenti "rivoluzionari":⁸ quanti ne individua oggi, e come li spiega la teoria della innovazione finanziaria?

L'autore che ha, finora, presentato l'analisi più generale sul tema dell'innovazione finanziaria è Silber.⁹ Con riferimento alle tre funzioni svolte dagli intermediari finanziari (gestione del sistema dei pagamenti; trasferimento del risparmio dai settori in surplus ai settori in deficit; riduzione del grado di rischio dei portafogli), le innovazioni sono valutate in termini del minor *costo del capitale* che consentono. All'origine dell'innovazione vengono poste esogene, e anomale, variazioni dei "vincoli" che caratterizzano una preesistente situazione di equilibrio.

⁴ Vedi H.P. MINSKY, *Money and Crisis in Schumpeter and Keynes*, dattiloscritto, luglio 1983, p. 14. Più in generale, Minsky sostiene che per "modellare" il capitalismo occorre coniugare l'imprenditore innovativo di Schumpeter con la fragilità finanziaria di Keynes.

⁵ Al contrario, Schumpeter esplicitamente parla di "financiers" come possibili imprenditori innovativi. Vedi J.A. SCHUMPETER, *The Theory of Economic Development*, Oxford University Press, Oxford, 1961, p. 75. Di recente, Niccoli ha insistito sulla necessaria complementarietà fra imprenditore innovativo e banchiere innovativo, nella misura in cui il secondo è necessario per assumere il rischio di finanziare una innovazione. Vedi A. NICCOLI, *Il ruolo del credito in Schumpeter*, dattiloscritto, ottobre 1983.

⁶ In particolare nella "Teoria dello sviluppo economico".

⁷ *Ibid.*, pp. 63-66.

⁸ Le virgolette sono nell'originale. *Ibid.*, p. 63.

⁹ Vedi W.L. SILBER, "Towards a Theory of Financial Innovation", in *Financial Innovation*, Lexington, D.C. Heath, 1975.

Variazioni di questo tipo possono aver origine nel settore finanziario, nel settore reale, o ancora nel quadro normativo imposto dalle autorità monetarie. Si assume inoltre che l'innovazione sarà tanto più rapida quanto più intensa è stata la variazione dei "vincoli" che la rende conveniente. L'interpretazione di Silber può essere riduttiva, e c'è un certo "sapore neoclassico" nell'ipotesi che si parta da posizioni di equilibrio, che vengono turbate da accadimenti esogeni, ai quali si reagisce per ritrovare nuove posizioni di ottimo. È peraltro più generale di altre successive interpretazioni¹⁰ che riducono l'innovazione finanziaria in atto solo al tentativo di evitare gli effetti della politica monetaria restrittiva.

Nell'interpretazione di Silber resta comunque dominante la caratteristica dell'innovazione finanziaria come *adattamento*: nuovi strumenti, mercati, o intermediari finanziari sorgono e si sviluppano in seguito ad esogene e pronunciate variazioni dei "vincoli" che definivano il precedente equilibrio del sistema finanziario. Dunque, solo raramente innovazioni di questo tipo presenteranno le caratteristiche di "innovazioni" *alla* Schumpeter.

Restano d'altra parte irrisolte numerose questioni alle quali questo approccio non dà risposta: ad esempio, quali sono i rapporti tra forme di mercato, dimensioni degli intermediari e innovazioni finanziarie? E ancora, come si diffonde l'innovazione all'interno del sistema? Su questi aspetti, scarse sono state le ricerche finora svolte. Nella letteratura recente in tema di innovazione finanziaria vi è consenso su due aspetti. L'innovazione è stata più rapida nei paesi dove maggiore era la concorrenza fra i diversi intermediari finanziari,¹¹ anche se ciò si è accompagnato alla tendenza verso la concentrazione nell'ambito di ciascun tipo di intermediari. In secondo luogo, le modifiche intervenute nell'intermediazione finanziaria hanno portato a minori barriere al trasferimento delle risorse finanziarie e quindi ad un sistema finanziario più efficiente.¹² Resta invece controverso il rapporto tra dimensioni

¹⁰ Vedi D.D. HESTER, "Innovations and Monetary Control", *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 1, 1981.

¹¹ Vedi BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Relazione annuale*, Basilea, 13 Giugno 1983; e "The nature and implications of financial innovation", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Settembre 1983. Nel caso inglese, si è parlato di "competizione aggressiva", sottolineando i rischi prodotti da una concorrenza eccessiva. Vedi J.S. FRORDE, "Competition, innovation and regulation in British banking", *Bank of England Quarterly Bulletin*, settembre 1983.

¹² Vedi B. FRIEDMAN, "Postwar Changes in the American Financial Markets", in M. Feldstein (ed.), *The American Economy in Transition*, Chicago University Press, Chicago, 1980. Friedman osserva tuttavia che restano molte imperfezioni; in particolare rimane molto ampio il margine fra i tassi di rendimento che gli individui ricevono sulle loro attività finanziarie e i tassi che pagano sul loro indebitamento (*Ibid.*, p. 58).

degli intermediari e innovazione, essendo stato sostenuto che sono gli intermediari di minor dimensione che introducono i "nuovi prodotti";¹³ ma anche che gli elevati costi di investimento per l'innovazione fanno sì che essa abbia origine presso le istituzioni finanziarie maggiori.¹⁴ Come resta controverso il giudizio sull'interazione fra quadro normativo e innovazione finanziaria, cioè in che misura l'innovazione reagisca alle norme esistenti ("regulation avoidance"), o alla loro abolizione ("deregulation").¹⁵ Per tutti questi aspetti sono ancora necessarie approfondite analisi empiriche.

3. L'adattamento a inflazione e restrizioni monetarie

Se si accetta il punto di vista che, di norma, l'innovazione finanziaria si presenta come un *adattamento*, restano da individuare i fattori che negli ultimi anni avrebbero suscitato un intenso processo di innovazione finanziaria. A questo proposito, è opportuno mutuare dalla teoria dell'innovazione due classi di modelli noti come "demand pull" e "technology push".¹⁶ Si può cioè sostenere che le innovazioni sono state soprattutto "trascinate dalla domanda" (cioè dalle preferenze espresse dagli operatori del settore reale: famiglie, imprese, settore pubblico) e/o "spinte dal progresso tecnico" (cioè dai progressi delle capacità tecnologiche; basti pensare ai risultati dell'applicazione dell'elettronica all'attività finanziaria).

I due fattori che hanno attivato il processo di innovazione sono stati, rispettivamente, l'*inflazione* e la *politica monetaria*.¹⁷ Il sistema

¹³ C. FREEDMAN, "Financial Innovation in Canada: Causes and Consequences", *American Economic Review*, maggio 1983, p. 102.

¹⁴ D.D. HESTER, "On the Adequacy of Policy Instruments and Information when the Meaning of Money is Changing", *American Economic Review*, maggio 1982, p. 43. Hester suggerisce infatti di studiare i portafogli delle maggiori cinquanta banche per cogliere l'innovazione finanziaria in atto negli Stati Uniti.

¹⁵ Sulla particolare dialettica fra *regulation*, *innovation*, e *re-regulation*, vedi E.J. KANE, "Accelerating Inflation, Technological Innovation, and the Decreasing Effectiveness of Banking Regulation", *Journal of Finance*, maggio 1981. E dello stesso autore, vedi anche "Policy Implications of Structural Changes in Financial Markets", *American Economic Review*, maggio 1983.

¹⁶ In proposito, vedi E.J. SCHMOOKLER, *Invention and Economic Growth*, Harvard University Press, Cambridge (Mass), 1966, e N. ROSENBERG, *Perspectives in Technology*, Cambridge University Press, Cambridge, 1976. Per una successiva critica di questi modelli, vedi F. MOMIGLIANO-G. DOSI, *Tecnologia e Organizzazione Industriale Internazionale*, Il Mulino, Bologna, 1983.

¹⁷ Un terzo fattore, qui trascurato, ha indotto innovazioni nel campo dell'attività finanziaria internazionale: il passaggio da un sistema di cambi fissi ad un sistema di cambi fluttuanti.

finanziario ha reagito a queste due variazioni dei precedenti "vincoli", sia adeguandosi alle modificate condizioni della domanda sia sfruttando le possibilità offerte dal progresso tecnologico.

Esaminiamo in sintesi come ha proceduto questo adeguamento. Anzitutto, cosa si intende quando si individuano nell'inflazione e nella politica monetaria i due fattori causali della recente ondata di innovazione finanziaria? È implicito nella teoria di Silber che l'innovazione si realizzi solo quando le variazioni esogene presentano caratteristiche di persistenza. Quindi un occasionale aumento dei prezzi, come un breve periodo inflazionistico, non porteranno a significative modifiche del sistema finanziario. Nel caso opposto, di una vera e propria iperinflazione, il sistema finanziario verrà semplicemente distrutto. È il caso intermedio — un processo inflazionistico sostenuto e persistente — che altera stabilmente le condizioni del precedente equilibrio e induce un processo di innovazione. Lo stesso si può dire per la politica monetaria. Una restrizione monetaria occasionale, e di breve durata, lascia il sistema finanziario sostanzialmente immutato. Nel caso opposto, una restrizione monetaria eccessivamente intensa provoca una successione di illiquidità ed insolvenze che determinano il crollo del sistema finanziario. Nel caso intermedio — una politica monetaria restrittiva mantenuta nel tempo — si producono le condizioni che stimolano l'innovazione finanziaria.

A questa analogia — sia l'inflazione sia la restrizione monetaria devono essere sostenute e persistenti per spiegare un successivo processo di innovazione finanziaria — si aggiunge un'ulteriore analogia quanto agli effetti che l'innovazione stessa produce. Si può infatti sostenere che l'innovazione suscitata dall'inflazione ha come effetto principale quello di rendere la struttura finanziaria "impermeabile" alle conseguenze dell'inflazione, e che lo stesso vale per la politica monetaria. Vediamo infatti quali sono state le principali "innovazioni" realizzate, o tuttora in corso. Si possono distinguere tre processi:

- i) Dal lato delle *attività finanziarie*, la tendenza è stata quella di rendere più liquide¹⁸ le attività dotate di un proprio tasso di rendimento (i "titoli"); e di dotare di un tasso di rendimento le attività più liquide (la "moneta"). Ciò ha significato una continua riduzione delle differenze qualitative esistenti nell'ambito del volu-

¹⁸ Cioè, a più breve scadenza e/o indicizzate (rispettivamente ai prezzi o ai tassi di interesse a breve).

me complessivo di attività finanziaria. L'innovazione ha, da un lato, ridotto i rischi di variazione del valore nominale dei titoli, e ha, dall'altro lato, ridotto, l'onere da inflazione sulla moneta.

- ii) Dal lato delle *passività finanziarie*, la tendenza è stata anche qui duplice: verso l'accorciamento delle scadenze e la diffusione dei crediti a tasso variabile. In ambedue i casi, i settori emittenti passività finanziarie si sono protetti dal rischio di una successiva riduzione dell'inflazione e quindi dei tassi di interesse. Più in generale, debitori e intermediari hanno ridotto il grado di rischio dei loro portafogli in presenza di tassi di interesse instabili.
- iii) Dal lato della gestione dei *portafogli*, la tendenza è stata quella di una gestione unitaria delle attività e passività finanziarie volta a massimizzare (per i settori in surplus) o a minimizzare (per i settori in deficit) il differenziale di interessi. Le tecniche di "liability management" delle banche e di "cash management" delle imprese rappresentano aspetti di questo processo che, grazie anche alla applicazione estensiva dell'elettronica, consente di minimizzare il fabbisogno di attività liquide a minor rendimento.

Dalle caratteristiche di questi processi di innovazione finanziaria derivano numerose implicazioni, per quanto riguarda il funzionamento del sistema finanziario, l'efficacia della politica monetaria, la definizione dei meccanismi di trasmissione di questa politica. Ne indichiamo in sintesi le principali.

La maggior *efficienza* del sistema finanziario — in termini di aumentata negoziabilità degli strumenti finanziari, minori costi di transazione, aumentata "produttività" della moneta, e quindi di minor costo del capitale — si confronta con la possibile maggior *instabilità* del sistema.¹⁹

Per quanto riguarda la politica monetaria, tre aspetti devono essere considerati. Anzitutto, in un sistema finanziario più efficiente (con minori costi di transazione) si riduce la domanda di moneta.²⁰ Più in generale, se alternativi strumenti finanziari assolvono funzioni monetarie o se mutamenti della tecnologia del sistema dei pagamenti riducono

¹⁹ Le istituzioni finanziarie possono affrontare rischi maggiori, e comunque — riducendosi i loro "margin" — l'andamento dei flussi finanziari è maggiormente determinato dal lato della domanda. Vedi "The nature and implications of financial innovation", citato.

²⁰ Si riducono le differenze tra i tre tradizionali "motivi" (delle transazioni, precauzionale, e speculativo) per i quali si domanda moneta.

l'*input* di moneta per unità di prodotto, aumenta la velocità di circolazione della moneta e/o ne diventa incerta la definizione.²¹ È anche probabile che vi siano differenze nel comportamento di famiglie ed imprese,²² e che ciò renda necessaria un'analisi distinta per i due settori.

Un secondo aspetto riguarda il *modus operandi* della politica monetaria. Se i portafogli degli intermediari finanziari, in primo luogo le banche, sono composti da titoli a breve o comunque con tassi di rendimento variabili, viene meno l'effetto di *locking-in* all'aumentare dei tassi di interesse, cioè i portafogli delle banche non sono "bloccati" dall'aumento dei tassi di interesse.²³ Più in generale, ciò significa che la politica monetaria non è più efficace sfruttando le "imperfezioni" del sistema.

Infine, l'efficacia della politica monetaria incontra limiti più stringenti se è attribuita importanza anche alla stabilità delle imprese. In un sistema finanziario dominato da crediti a tasso fisso, l'aumento dei tassi di interesse che, per definizione, si applicava solo al flusso di nuovo credito, poteva indurre le imprese (e le famiglie) a rinviare decisioni di spesa finanziate con credito. L'estendersi dei crediti a tasso variabile, e l'aumentata quota del credito a breve, fanno sì che un aumento dei tassi di interesse incida invece sullo *stock* di debito esistente quanto sul flusso di nuovo credito. Il risultato è che le imprese (e le famiglie) con miglior struttura finanziaria e che giudicano temporaneo l'aumento dei tassi possono non essere indotte a rinviare decisioni di spesa. Mentre le imprese che hanno i maggiori rapporti di indebitamento possono subire oneri finanziari eccessivi. L'efficacia della politica monetaria nel contenere la domanda aggregata potrebbe richiedere l'insolvenza di un numero elevato di imprese.²⁴

Queste considerazioni relative all'efficacia della politica monetaria riguardano, a maggior ragione, gli effetti transitori dell'innovazione in

²¹ L'innovazione che altera la definizione della moneta ne modifica anche la controllabilità se la moneta ha un proprio tasso di rendimento endogeno. Su questi aspetti vedi in particolare A.M. SOLOMON, "Financial Innovation and Monetary Policy", FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, *Annual Report*, 1981, e F.E. MORRIS, "Monetarism Without Money", *New England Economic Review*, marzo-aprile 1983.

²² Vedi L.J. RADECKI - J. WENNINGER, "Shifts in Money Demand: Consumers versus Business", *Federal Reserve Bank of New York - Quarterly Review*, Summer 1983.

²³ Vedi A. LAMFALUSSY, "Regole o discrezionalità? Saggio sulla politica monetaria in un contesto inflazionistico", *Bancaria*, dicembre 1981, pp. 1251-1252. Lamfalussy ne deriva la conclusione che possono essere necessari temporanei controlli quantitativi del credito. Si tratterebbe di un alternativo effetto *locking-in*.

²⁴ Vedi BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Relazione Annuale*, Basilea, 14 giugno 1982, pp. 85-86.

corso, cioè quando vi è ancora incertezza sull'effettiva rilevanza macroeconomica delle modifiche già avvenute nella struttura finanziaria. La necessaria cautela nella gestione della politica monetaria è quindi dovuta sia alla maggior fragilità del sistema sia all'accresciuta incertezza sulle caratteristiche dell'intermediazione finanziaria.

Occorre però sottolineare anche le implicazioni del completamento dei processi di innovazione finanziaria in corso per la definizione dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria. In proposito, negli ultimi anni, si è riproposto il contrasto fra due approcci alternativi, il primo che giudica rilevanti le sostituzioni di portafoglio indotte da una variazione della quantità di moneta; il secondo che ritiene invece più significativa una connessione fra credito e spesa.²⁵ Ambedue questi meccanismi di trasmissione sono posti in discussione dal processo di innovazione finanziaria in corso.

Le innovazioni che rendono meno distinguibili moneta e titoli, ridimensionano gli effetti che operano attraverso le sostituzioni di portafoglio. I differenziali dei tassi di interesse — piuttosto che il loro livello — sono rilevanti, se anche le attività monetarie hanno un tasso di rendimento proprio.²⁶ Al limite, il totale delle attività finanziarie, più che una sua componente (la "moneta"), è il rilevante canale di trasmissione sul settore reale; ma ciò significa anche che la politica di bilancio, più che la politica monetaria, è lo strumento di controllo opportuno.²⁷

La maggior perfezione dei mercati finanziari significa, d'altra parte, il venir meno di quegli aspetti che conferiscono alla "disponibilità del credito" una preminenza rispetto alla quantità di moneta nella trasmissione della politica monetaria. Infine, le innovazioni nella gestione dei portafogli significano che la stessa contrapposizione fra moneta e credito è destinata a perdere rilievo. Nella logica di una gestione unitaria delle attività e passività finanziarie, è il relativo *saldo*, e le sue variazioni, che meglio definiscono la situazione finanziaria di un'impresa.²⁸

²⁵ La maggior importanza del *credito*, rispetto alla *moneta*, è stata da ultimo ribadita da A.S. BLINDER - J.E. STIGLITZ, "Money, Credit Constraints, and Economic Activity", *American Economic Review*, maggio 1983. Gli autori concludono però osservando la possibilità che l'innovazione finanziaria eroda il nesso credito-attività economica come ha già eroso quello fra moneta e attività economica.

²⁶ Vedi C.A.E. GOODHART, *Structural Changes in the Banking System and the Determination of the Stock of Money*, dattiloscritto, dicembre 1982.

²⁷ Per un modello "neo-quantitativo", nel quale il livello dei prezzi è fissato dal volume del debito pubblico, vedi J. NIEHANS, "Innovation in Monetary Policy", *Journal of Banking and Finance*, marzo 1982.

²⁸ Vedi C.A.E. GOODHART, *op. cit.*, p. 37.

4. Il caso italiano

Fino a che punto le considerazioni, molto generali, finora fatte, sono applicabili all'Italia? A prima vista, essendo la recente letteratura sull'innovazione finanziaria dominata dall'esperienza degli Stati Uniti, si potrebbe pensare che il sistema finanziario italiano sia poco innovativo. In realtà, se consideriamo i tre processi sopra individuati si può concludere che, almeno per i primi due, l'Italia ha anticipato gli Stati Uniti. E forse proprio per questo è in ritardo per quanto riguarda il terzo processo.

Nel caso dell'Italia, infatti, già prima che in altri paesi si era diffuso uno strumento finanziario — il deposito bancario — che presentava un *mix* ottimale quanto a liquidità/rendimento/rischio. Non è un caso che la BRI in una rassegna²⁹ delle recenti innovazioni finanziarie nei vari paesi, per l'Italia si limita a ricordare lo sviluppo del mercato dei BOT! Anche nel caso dell'Italia, comunque, la tendenza è stata verso un aumento del grado di liquidità delle attività finanziarie; e verso una riduzione delle scadenze ed un'estensione dei crediti a tasso variabile dal lato delle passività. Un ritardo — se così si può dire — si ha per quanto riguarda le tecniche di gestione dei portafogli, quelle che in gergo si chiamano "liability management" (con riferimento alle banche) e "cash management" (con riferimento alle imprese). Una possibile spiegazione economica di ciò si può trovare proprio con riferimento all'esperienza degli Stati Uniti. In quel paese, infatti, l'innovazione finanziaria ha dovuto inizialmente confrontarsi con una situazione che vedeva i mezzi di pagamento (depositi bancari inclusi) senza un proprio tasso di rendimento. Le imprese avevano quindi un incentivo ad economizzare moneta più di quanto non avvenisse nel caso dell'Italia (a maggior ragione, nel nostro paese, per le imprese con giacenze medie elevate). Nel caso degli Stati Uniti, il diffondersi di strumenti finanziari che sono mezzi di pagamento ed hanno rendimenti competitivi, potrebbe ora rallentare il processo innovativo volto a "risparmiare" moneta.³⁰ L'opposto dovrebbe verificarsi nel caso dell'Italia, essendosi di molto ampliato il margine di interessi cioè la differenza che un'impresa sostiene fra il costo del credito ricevuto e il rendimento ottenuto sulle

²⁹ BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Relazione Annuale*, Basilea, 13 giugno 1983, p. 62.

³⁰ Comunque, rimarrebbero irreversibili i risultati ottenuti grazie agli investimenti realizzati in campo elettronico.

sue giacenze attive. Negli anni scorsi, si è ridotto per le imprese italiane il fabbisogno di credito per unità di prodotto. Ciò è dipeso soprattutto da due circostanze. Da un lato, un effetto puramente "statistico", dovuto all'esistenza di controlli quantitativi sul credito che hanno indotto alterazioni nelle statistiche bancarie (ad esempio, impieghi erogati per durate inferiori a quelle di segnalazione, a fine mese).³¹ Dall'altro lato, i progressi che le imprese hanno realizzato nella gestione del capitale circolante (minori scorte in magazzino per unità di prodotto). Modesti sono stati, finora, i progressi realizzati nella gestione finanziaria al fine di minimizzare il fabbisogno di scorte liquide. Ma vi sono già numerosi indizi che in Italia stia per iniziare un'ondata di innovazione che coinvolge direttamente le imprese e che le porta ad economizzare moneta. Nei prossimi anni, quindi, dovremmo assistere ad un ulteriore aumento della velocità di circolazione della moneta e del credito, soprattutto con riferimento alle imprese di minor dimensione, che, essendo dotate di minor potere contrattuale, subiscono i maggiori margini fra il costo del credito e i rendimenti delle attività liquide in portafoglio.

5. Conclusioni

Un'ondata di innovazioni ha adeguato la struttura finanziaria ad un processo di inflazione sostenuta e ad una persistente politica monetaria restrittiva. Il risultato è duplice. Nei mercati finanziari non si realizzano più impreviste e massicce redistribuzioni di reddito e ricchezza dai settori creditori ai settori debitori. Vengono altresì ridotte quelle "imperfezioni" dei mercati finanziari attraverso le quali si trasmettevano in modo più rapido gli effetti della politica monetaria. La politica monetaria, in senso stretto, ha un'efficacia ridotta se si riducono le differenze fra moneta e titoli, come è minore l'efficacia di aumenti dei tassi di interesse se domina il credito a breve o il credito a tassi variabili. Ciò significa che per il controllo del sistema finanziario più che al livello dei tassi di interesse occorre guardare ai loro differenziali. Analogamente, acquistano maggior rilevanza invece dei singoli aggregati, moneta o credito, le loro differenze, cioè i saldi finanziari dei diversi operatori.

³¹ Più in generale, vi è stata una notevole crescita dei finanziamenti esenti da controlli.

Ciò ridimensiona l'efficacia della politica monetaria a favore della politica di bilancio, e richiede comunque un adeguamento corrispondente alla stessa politica monetaria.

Se questo è il punto di arrivo delle innovazioni finanziarie in corso, si deve però aggiungere che la situazione attuale è ancora intermedia. In particolare, nel caso dell'Italia, non solo le famiglie, ma anche le imprese sono lungi dall'aver realizzato quelle innovazioni che dovrebbero portare alla scomparsa della moneta. È proprio questo, però, il settore nel quale possiamo aspettarci le maggiori novità nei prossimi anni. Novità, per loro natura, irreversibili. Perché, se l'inflazione cessa, è probabile che in seguito riemergano i titoli, e i mutui, a tasso fisso. Ma, anche se l'inflazione cessa, gli investimenti fatti per migliorare la gestione finanziaria restano. Il comportamento del sistema finanziario tornerebbe ad essere relativamente prevedibile, ma non necessariamente più controllabile.

GIACOMO VACIAGO