6. Risparmio, credito e finanza dopo Keynes

di Andrea Terzi

Fin dagli sviluppi della critica alla teoria neoclassica del capitale, la scuola postkeynesiana ha perseguito l'obiettivo di rifondare la scienza economica su un sistema analitico diverso da quello dominante. Il progetto, arricchitosi di una varietà di contributi in diversi campi dell'economia, parte dalla comune convinzione che il pensiero di Keynes sia inconciliabile con gli strumenti della tradizione neoclassica e anzi contenga le basi per la ricostruzione di un paradigma alternativo. Gli interpreti più radicali dell'eredità keynesiana si sono perciò posti la questione di quale elemento costituisca la «discontinuità» principale di Keynes. La risposta a tale quesito è particolarmente importante in quanto il progetto di ricostruzione della teoria si avvia, e si giustifica, precisando quella soluzione di continuità che Keynes stesso riteneva essere profonda tra sé e i «classici». La diversità di opinioni su quale sia la discontinuità essenziale di Keynes spiega in gran parte il limitato successo della tradizione postkeynesiana nel perseguire il proprio obiettivo.

Nicholas Kaldor ha tuttavia dimostrato come si possa contribuire alla cultura economica e incidere sul dibattito dei problemi del proprio tempo anche senza disporre di un modello generale in cui ogni proposizione derivi da un ristretto numero di assiomi, ciò che l'economia neoclassica ci ha abituati a ritenere indispensabile strumento di precisione analitica. Nell'economia kaldoriana lo sviluppo delle originalità del pensiero di Keynes si traduce in una serie di schemi logico-teorici flessibili, adattabili alla natura dei singoli problemi [1]. Secondo questo atteggiamento, si può partire dagli elementi di rottura della teoria keynesiana con la tradizione precedente per trarne gli stimoli utili allo sviluppo di nuove interpretazioni in campi specifici.

In una simile prospettiva questo lavoro propone una riflessione su una di quelle discontinuità, e cioè quella legata alla visione, davvero eterodossa, della relazione tra il risparmio e le condizioni finanziarie della produzione. La posizione di Keynes su questo tema è ben nota, e la resistenza ad accoglierla lo è altrettanto. Nel quadro teorico key-

[1] Per un approfondimento del metodo kaldoriano si veda Targetti [1988, cap. 15].

nesiano le decisioni individuali circa il risparmio sono *irrilevanti* per tutto ciò che riguarda i fenomeni puramente monetari, come la disponibilità di mezzi finanziari per le imprese che intendono investire, o il tasso d'interesse. Questo elemento di originalità nel pensiero di Keynes fu quello meno compreso dai suoi contemporanei, anche da quelli che condividevano la critica della teoria classica del tasso d'interesse, i quali si trovarono costretti a recuperare elementi dell'analisi monetaria ortodossa per riempire le falle aperte dall'eterodossia keynesiana [2]. Nonostante ciò, Keynes non cessò di insistere sull'importanza di questa proposizione teorica nel quadro della sua più generale costruzione analitica.

A cinquant'anni di distanza, e in presenza di interessi e problemi nuovi nella teoria economica, un riesame della posizione di Keynes circa il ruolo del risparmio non solo ne conferma la coerenza interna e l'incompatibilità con le teorie dell'interesse di derivazione walrasiana, ma suggerisce anche possibili sviluppi per un ripensamento del ruolo del sistema finanziario. Alla luce dei preoccupanti limiti dell'odierna teoria economica in tema di analisi dei sistemi finanziari [3] riveste speciale interesse un'esplorazione dell'originalità keynesiana su questo tema. Se, in altre parole, esiste una rivoluzione keynesiana della teoria finanziaria, possiamo chiederci che cosa succede se dai testi di moneta e finanza eliminiamo la comune premessa che il risparmio *è* una componente dell'offerta dei mezzi finanziari necessari per l'investimento.

In queste note si suggerisce che accettando la posizione keynesiana si mette in moto una serie di considerazioni che può contribuire a mettere meglio a fuoco la natura e le funzioni del sistema finanziario. L'approfondimento del significato dell'eterodossia keynesiana in tema di risparmio, credito e finanza, e delle sue possibili conseguenze, è un utile progetto del «dopo Keynes». La prima sezione di questa relazione riassume la posizione di Keynes circa il ruolo del risparmio, utilizzando la contabilità dei flussi non-finanziari intersettoriali. La seconda sezione esplora alcuni possibili sviluppi della teoria keynesiana in tema di struttura, ruolo ed efficienza del sistema finanziario.

1. Spesa, risparmio e saldi finanziari nei flussi intersettoriali non-finanziari

La resistenza ad accogliere la posizione keynesiana circa l'irrilevanza del risparmio nel determinare le condizioni finanziarie della

[2] Si veda il dibattito sull'«Economic Journal», vol. 47, 1937.
[3] Per una valutazione critica di questa letteratura si veda Nardozzi [1990].

produzione può essere brevemente ricordata accennando alle due principali interpretazioni adottate dal keynesismo neoclassico, nel tentativo di conciliare la teoria della preferenza della liquidità con la teoria dei fondi mutuabili, che innestava i problemi creati dal ruolo della moneta su un impianto walrasiano. Secondo una diffusa interpretazione, la proposizione keynesiana circa l'irrilevanza del risparmio è valida se esiste un «ostacolo» al trasferimento (diretto o tramite intermediari) dei mezzi generati dal risparmio al finanziamento degli investimenti. L'ostacolo generalmente consiste nella propensione alla «tesaurizzazione»: sotto tale ipotesi, un aumento del risparmio, se avviene in modo contestuale ad un aumento delle disponibilità liquide inattive, non libera nuovi mezzi finanziari e non può agire sul tasso d'interesse [4].

In un'altra versione, l'irrilevanza del risparmio nella teoria dell'interesse è il risultato del fatto che le decisioni a risparmiare non dipendono dal tasso d'interesse, ma dal livello del reddito, che a sua volta dipende dalla domanda, compresa quella per investimenti. Il risparmio risulta perciò determinato dall'investimento, piuttosto che esserne una premessa. Benché coerente con l'impostazione keynesiana del problema, questa spiegazione si presta al possibile equivoco che la questione del legame tra risparmio e investimenti stia nella funzione di comportamento dei risparmiatori [5]. La validità della proposizione keynesiana verrebbe così a dipendere dalla verifica empirica circa la risposta del pubblico al tasso d'interesse. Se fosse così, la discontinuità di Keynes con i classici risulterebbe alquanto attenuata.

La posizione di Keynes è evidente fin dal *Trattato sulla moneta*, ma è nel dibattito che segue la pubblicazione della *Teoria generale* che essa viene più esplicitamente sottolineata e messa in relazione al ruolo del credito e della finanza. L'aspetto essenziale del carattere di «generalità» della teoria di Keynes è legato al principio macroeconomico secondo cui la spesa crea reddito. Negli articoli del periodo 1937-39, Keynes introduce un analogo principio corrispettivo in campo finanziario: la spesa conferisce fondi liquidi.

In quegli articoli Keynes era stato costretto, dalle critiche mosse alla *Teoria generale*, a trattare più diffusamente i problemi finanziari della produzione, dando ai suoi critici l'impressione di riconciliarsi con la teoria finanziaria prevalente, ma in realtà marcando con essa una discontinuità ancora più netta e definitiva. Nell'asserire che la

[4] Un esempio di questa posizione si trova in Harry G. Johnson [1951-52, 97-98]. Che questo tipo di interpretazione non rispecchi il pensiero di Keynes è asserito con chiarezza da Keynes stesso in una nota, precedentemente inedita, in *The Collected Writings* [Keynes 1979, vol. 29, 104].

[5] Il riferimento è a quei modelli macroeconomici che, nella versione «keynesiana», assumono $S = f(Y)$.

spesa conferisce fondi liquidi, Keynes afferma, contrariamente alle conclusioni della teoria dei fondi mutuabili, che il risparmio è irrilevante nella determinazione delle condizioni finanziarie in cui operano le imprese. Questa affermazione si basa sulla semplice osservazione che a fornire liquidità all'impresa non sono soltanto i mezzi ottenuti tramite le operazioni di finanziamento esterno, ma anche, e in primo luogo, quelli ottenuti in forma di ricavi dalla vendita del prodotto. Per il sistema economico nel suo insieme, è quindi il livello *totale* del reddito che costituisce l'ammontare dei fondi disponibili (il «revolving fund of money in circulation» [Keynes 1938 (1973, 232)].

Un'essenziale caratteristica della teoria finanziaria keynesiana è che il fabbisogno di mezzi finanziari («finance») origina non dall'attività di investimento in quanto tale, ma dalla necessità di coprire le spese correnti della produzione prima che vengano ottenuti i ricavi (una condizione tipica in un'economia «imprenditoriale» [Keynes 1979, 77-78]). Il fabbisogno finanziario prescinde, dunque, dalla destinazione del prodotto (per consumi o per investimenti) e si riferisce alle esigenze di tutta la produzione (a cui si può eventualmente aggiungere il fabbisogno finanziario indotto da transazioni non legate alla produzione, come un aumento delle transazioni sul mercato finanziario).

In questo senso, se la produzione totale aumenta, cresce il fabbisogno finanziario. La spesa per investimenti è quindi soltanto una componente del totale (sebbene Keynes la consideri, com'è noto, una componente critica in quanto soggetta a fluttuazioni relativamente ampie). Di per sé, un aumento della spesa per investimenti non crea necessariamente un eguale aumento del fabbisogno finanziario: se il maggiore investimento avviene a scapito della spesa per consumi, il fabbisogno rimane invariato; se invece esso coincide con un aumento del prodotto totale, l'aumento del fabbisogno è maggiore dell'aumento della spesa per investimenti, in quanto esso non deriva soltanto dall'aumento degli investimenti, ma anche da quello della produzione di beni di consumo che l'aumento degli investimenti innesca.

Un'utile sintesi delle indicazioni di Keynes può essere riesposta con l'ausilio della contabilità dei flussi intersettoriali non-finanziari. In un'economia a tre settori (famiglie, imprese produttrici di beni di consumo o settore «C», imprese produttrici di beni di investimento o settore «I») i flussi legati alle decisioni di spesa, in un dato periodo, sono quelli descritti nella tabella 6.1.

L_c e L_i sono, rispettivamente, le spese correnti per la produzione di beni di consumo e beni di investimento (retribuzioni del lavoro) e la loro somma è uguale alle entrate correnti del settore famiglie. C è la spesa in consumi delle famiglie, eguale alle entrate correnti delle

TAB. 6.1. *Flussi intersettoriali non-finanziari*

	Famiglie	Settore C	Settore I
1. spese correnti	C	$L_c + A$	L_i
2. entrate correnti	$L_c + L_i$	C	$I_n + A$
3. risparmio netto = 2 − 1	R_f	P_c	P_i
4. investimento netto	−	I_n	−
5. saldo finanziario = 3 − 4	S_f	S_c	S_i

imprese nel settore «C». Il settore «C» spende anche A in ammortamenti (spesa corrente) e I_n in investimenti netti (spesa in conto capitale). La somma di questi ultimi due termini costituisce l'investimento lordo, ed è uguale alle entrate correnti del settore «I».

Il *risparmio netto* di ogni settore è la differenza tra entrate e spese correnti: R_f è quindi il risparmio delle famiglie, mentre P_c e P_i sono, rispettivamente, il profitto del settore «C» e il profitto del settore «I». Il *saldo finanziario* di ogni settore è definito come differenza tra il risparmio netto e l'investimento netto, che ipotizziamo qui nullo per le famiglie e per le imprese del settore «I» [6].

Dallo schema contabile sopra esposto si possono derivare alcune proposizioni keynesiane circa la relazione tra risparmio e condizioni finanziarie della produzione:

a) Le decisioni autonome di risparmio non cambiano il volume del risparmio aggregato. Il risparmio aggregato è uguale alla somma dei risparmi settoriali, ma questi non sono fra loro indipendenti: la loro somma deve essere uguale all'investimento netto. Utilizzando la notazione della tabella 6.1,

risparmio aggregato = $R_f + P_c + P_i$,

e, per sostituzione,

risparmio aggregato = I_n.

b) Un aumento del risparmio delle famiglie, anche se interamente trasferito alle imprese in forma di sottoscrizione di titoli di nuova emissione, non costituisce un aumento *netto* dell'offerta di fondi disponibili sul mercato finanziario. Ad un maggiore risparmio delle famiglie corrisponde un maggiore disavanzo delle imprese, che è l'effetto del diminuito incasso dalla vendita dei prodotti. L'aumentata offerta di fondi è quindi perfettamente compensata dall'aumentato disavanzo del settore delle imprese.

c) Un aumento del risparmio delle famiglie crea una maggiore *di-*

[6] La corrispondenza tra contabilità dei flussi e contabilità nazionale risulta dalle seguenti identità: prodotto nazionale lordo = $C + I_n + A$; prodotto nazionale netto = $C + I_n = L_c + L_i + P_c + P_i$ = reddito nazionale.

vergenza dei saldi finanziari, la cui somma totale è comunque sempre zero, per definizione:

$$S_f + S_c + S_i = 0.$$

La divergenza consiste, nello schema contabile esposto sopra (ipotizzando un risparmio positivo per ciascun settore), in un saldo eccedentario delle famiglie e del settore «I» e in un saldo deficitario del settore «C». La divergenza tra i saldi finanziari costituisce il *presupposto* per l'attività di intermediazione finanziaria, le cui dimensioni potenziali aumentano quanto maggiore è tale divergenza. Uno studio delle *modalità* in cui l'intermediazione può avvenire non può, tuttavia, limitarsi all'esame dei flussi di spesa, ma richiede una descrizione dei flussi finanziari e un'analisi dei rapporti tra intermediazione finanziaria e credito bancario.

2. Risorse ed impieghi nella contabilità dei flussi finanziari

La contabilità settoriale delle risorse e degli impieghi finanziari, esposta nella tabella 6.2, ci permette di andare oltre l'enunciato macroeconomico keynesiano secondo cui i risparmi non generano un'offerta netta di fondi, gettando luce sul problema, tutto finanziario, delle modalità di *composizione dei saldi finanziari divergenti.*

TAB. 6.2. *Contabilità settoriale delle risorse e degli impieghi finanziari*

	Famiglie		Settore C		Settore I	
	Ris.	Imp.	Ris.	Imp.	Ris.	Imp.
Prestiti bancari	—	—	B_c	ΔB	B_i	ΔB
Depositi	—	ΔD	—	—	—	ΔD
Titoli emessi da imprese	—	ΔT	T	—	—	ΔT
Titoli emessi da int. finanziari	—	ΔF	—	—	—	ΔF
Saldo finanziario	S_f	—	S_c	—	S_i	—

I saldi finanziari settoriali, che compaiono in entrambe le tavole, costituiscono il legame contabile tra flussi non-finanziari e flussi finanziari. Nel nostro esempio, con riferimento alla tabella 6.1, le famiglie hanno ricevuto reddito, lo hanno speso solo in parte e si presentano con un avanzo da impiegare. Il settore «I» ha ricevuto un finanziamento bancario pari al proprio monte salari, ha incassato i ricavi, ne ha tratto un profitto che, in assenza di spese in conto capitale, costituisce l'avanzo da impiegare. Il settore «C» ha ricevuto finanzia-

mento bancario pari al proprio monte salari, ha incassato i ricavi, ha effettuato una spesa in conto capitale e si trova con un disavanzo da finanziare ($S_c < 0$).

La tabella 6.2 è soggetta al vincolo che la somma dei saldi finanziari settoriali deve essere eguale a zero, e che, per ogni settore, vi è identità tra somma delle risorse e somma degli impieghi [7]. I possibili impieghi per il settore famiglie sono i depositi ($_fD$), l'acquisto di titoli emessi dalle imprese in disavanzo ($_fT$) e altri titoli emessi da intermediari finanziari ($_fF$). Il settore «I», oltre al proprio avanzo finanziario, dispone del credito bancario ottenuto (B_i); gli impieghi comprendono la restituzione del debito ($_iB$), i depositi ($_iD$), i titoli emessi dalle imprese ($_iT$) e quelli emessi da intermediari finanziari ($_iF$). La situazione del settore «C» è diversa: poiché esso ha ricevuto credito bancario (B_c) e il suo saldo finanziario è negativo, non c'è altro impiego possibile se non la restituzione dei prestiti alle banche ($_cB$). Le risorse finanziarie consistono inoltre nell'emissione di titoli (T) collocati presso il pubblico (famiglie e settore «I») o presso istituzioni di intermediazione finanziaria.

Una prima indicazione che si trae dall'illustrazione dei flussi finanziari intersettoriali ribadisce la critica keynesiana alla teoria dei fondi mutuabili, secondo la quale l'offerta di fondi alle imprese sarebbe data dalla somma del credito bancario e del risparmio, al netto dell'aumento dei saldi inattivi. La contabilità dei flussi finanziari mostra invece che le risorse finanziarie dell'impresa comprendono, oltre al credito bancario e ai fondi raccolti tramite emissione di titoli, anche il saldo finanziario (che può, naturalmente, essere negativo). Il risparmio può accrescere la raccolta di finanza esterna per le imprese, ma ha un effetto eguale e contrario sul saldo finanziario, in modo da lasciare invariato il totale netto delle risorse disponibili. Il risparmio non è quindi una componente *netta* dell'offerta di fondi.

Una serie di indicazioni più strettamente legate al problema della composizione di saldi finanziari divergenti riguarda:

a) la complementarietà, nel sistema economico, delle funzioni di credito bancario e di intermediazione finanziaria;

b) la varietà di soluzioni offerte dal sistema finanziario per comporre saldi finanziari divergenti;

c) il concetto di efficienza dei mercati finanziari;

d) la componente istituzionale del tasso d'interesse.

a) *Credito bancario e intermediazione finanziaria.* La concessione

[7] Non è invece necessariamente valida l'identità per riga della somma delle risorse e di quella degli impieghi, in quanto la tavola dei flussi finanziari qui esposta non considera, per semplicità espositiva, il dettaglio delle risorse e degli impieghi del settore bancario e degli intermediari finanziari.

di credito bancario e l'intermediazione di fondi si presentano, in superficie, come due forme diverse dello stesso fenomeno: il trasferimento di fondi liquidi a fronte di un titolo promissorio. Nel caso del credito bancario, la moneta è il saldo attivo di conto corrente concesso a favore del prenditore di fondi, il titolo è la promessa di rimborso. Nel caso dell'intermediazione di fondi, la moneta è il saldo bancario trasferito al prenditore di fondi, il titolo è l'impegno assunto dalla società emittente. Sia nel primo che nel secondo caso, una somma di denaro – M_t – viene scambiata con un diritto ad una somma di denaro in futuro – M_{t+1}. Poiché per la moneta il premio di liquidità è maggiore del costo di mantenimento, la somma di denaro contrattata a termine deve essere maggiore della somma a pronti: la differenza percentuale è espressa dal tasso d'interesse. Non sembra perciò esservi differenza di sostanza tra le due operazioni: il fatto che in entrambi i casi si scambi moneta contro titoli induce l'impressione che l'intermediazione di fondi (diretta o indiretta) fornisca liquidità in modo del tutto simile a quello della banca e quindi costituisca una fonte alternativa, e sostituibile, di finanziamento.

Questi due tipi di transazione finanziaria sono simili, tuttavia, soltanto in superficie. La concessione di credito bancario avviene in modo che ognuna delle due parti emetta una passività nuova (il prenditore di fondi emette il titolo, la banca emette il saldo in conto corrente). Nel caso dell'intermediazione di fondi, invece, una sola nuova passività viene emessa: il prenditore di fondi la emette allo scopo di raccogliere denaro già in circolazione. Il denaro impiegato nell'acquisto dei titoli di nuova emissione proviene dai saldi finanziari attivi correnti.

La funzione dell'intermediazione finanziaria può essere descritta con l'ausilio del modello contabile dei flussi intersettoriali (tabelle 6.1 e 6.2), facendo l'ipotesi che le spese correnti della produzione siano interamente finanziate da credito bancario, attraverso cioè l'emissione di passività accettate come mezzo di pagamento. Benché il profitto del settore «C» sia normalmente insufficiente a finanziare la spesa in conto capitale [8], l'intermediazione finanziaria fornisce un canale di *riassorbimento dei risparmi*, che trasferendo mezzi liquidi al settore «C» rende possibile al settore «C» l'acquisto dei beni di investimento, e al settore «I» il rimborso del debito bancario [9]. È infatti vendendo i beni prodotti che il settore «I» può ottenere i ricavi sufficienti per rimborsare il proprio debito. In questo modo, una parte della liquidi-

[8] Fa eccezione il caso in cui le famiglie spendono interamente il proprio reddito e il profitto del settore «I» è nullo, cioè quando: $R_f = P_i = 0$, e quindi P_c = risparmio aggregato = I_n.

[9] Quanto al problema del pagamento degli interessi sul prestito bancario alle imprese si rimanda alle osservazioni di Graziani [1983, 110].

tà, già introdotta nel sistema dalle banche al momento del finanziamento delle spese correnti della produzione, viene raccolta dalle unità in disavanzo a fronte della vendita di titoli, ad un prezzo che dipende dal premio di liquidità.

Credito bancario e intermediazione finanziaria non sono dunque fenomeni omogenei: essi hanno diversa natura e svolgono funzioni diverse. Queste sono, tuttavia, complementari: una ha bisogno dell'altra. Se non è possibile concepire un sistema finanziario senza banche, in quanto mancherebbe la creazione di moneta, non è neppure facile concepire un sistema puramente bancario, senza qualche meccanismo di riassorbimento dei risparmi del pubblico.

b) Composizione dei saldi finanziari divergenti e riassorbimento del risparmio. Come si è visto sopra, le decisioni di risparmio da parte delle famiglie creano una divergenza tra saldi finanziari attivi e saldi finanziari passivi. Ciò crea un problema di natura finanziaria, logicamente successivo al momento della creazione di credito bancario [10]: per poter finanziare il proprio disavanzo, i settori con saldo finanziario passivo devono poter accedere agli avanzi degli altri settori. Ciò rende possibile il rimborso alle banche, che può naturalmente anche risolversi in un rinnovo o in un'estensione dei termini del prestito, dopo che la redditività del cliente è stata confermata.

Il riassorbimento del risparmio necessario per il rimborso del prestito bancario, può svolgersi con modalità diverse. Una condizione sufficiente affinché, nel modello qui esposto, il rimborso sia completo è che il settore «C» sia in grado di raccogliere, attraverso l'emissione di titoli ($T = {}_fT + {}_iT$), un volume di liquidità pari al totale dei saldi attivi delle famiglie e del settore «I», cioè che

$$ {}_fT + {}_iT = S_f + S_i. $$

Ciò garantisce che

$$ B_c = {}_cB, $$

cioè che il settore «C» è in grado di rimborsare interamente il credito bancario [11].

Il riassorbimento del risparmio per mezzo dell'emissione di titoli collocati direttamente presso il pubblico può tuttavia non essere sufficiente. Se si ammette che il pubblico non impieghi la totalità dei pro-

[10] Sul concetto di finanziamento «successivo» si veda Graziani [1984].

[11] Quanto al credito concesso al settore «I», esso è interamente rimborsato come semplice conseguenza del fatto che il saldo finanziario del settore è positivo, e il credito bancario ottenuto è limitato per ipotesi alle spese correnti di produzione.

pri risparmi in sottoscrizione di titoli, ma aggiunga fondi ai propri depositi bancari, ne risulta che l'emissione di titoli non procurerà alle imprese il volume di fondi necessario per azzerare il credito bancario, e saranno perciò costrette a rimborsare *solo in parte* il proprio debito nei confronti delle banche. Le decisioni di allocazione dei saldi finanziari attivi sono perciò determinanti del grado di attuazione del processo di riassorbimento del risparmio.

Una soluzione a questo problema è offerta dalle istituzioni finanziarie che svolgono la funzione di intermediari (una funzione diversa da quella di creazione di credito bancario, sebbene non necessariamente esercitata da istituzioni diverse). Gli intermediari finanziari svolgono la funzione di trasformare i rischi e le scadenze, offrendo un impiego finanziario al risparmio del pubblico. Le passività emesse ($_fF + {}_iF$), acquistate dalle famiglie e dal settore «I», forniscono mezzi liquidi che gli intermediari a loro volta impiegano nell'acquisto di titoli emessi dalle imprese (per un ammontare che qui definiamo ${}_gT$). Il riassorbimento del risparmio è completo, grazie all'intermediazione delle istituzioni finanziarie, a condizione che

$$_fT + {}_iT + {}_gT = S_f + S_i.$$

La necessità di intermediari finanziari risulta quindi dal fatto che la collocazione di titoli presso il pubblico può risultare insufficiente. Ciò può essere giustificato da un fattore esogeno, quale la natura delle preferenze dei risparmiatori [12]. Alternativamente, ci si può ricondurre ad una spiegazione endogena al sistema finanziario: gli intermediari finanziari offrono al pubblico impieghi alternativi ai titoli, a condizioni più vantaggiose, in modo tale che il riassorbimento avvenga, tramite gli intermediari, a tassi d'interesse minori. Non sono soltanto le decisioni di allocazione dei risparmiatori a determinare il grado di riassorbimento dei risparmi, ma risulta altrettanto decisiva la risposta del sistema finanziario nella forma dell'intermediazione finanziaria, diretta a creare strumenti alternativi ai depositi bancari. L'intermediazione ha successo nella misura in cui essa compensa un'insufficiente domanda delle famiglie per i titoli emessi dalle imprese, favorendo perciò un tasso d'interesse minore che in assenza di intermediazione.

Nell'ottica qui proposta, l'azione del sistema finanziario può essere vista come una «manovra di accerchiamento» nei confronti dei saldi finanziari attivi allo scopo di garantire che i saldi negativi limitino la propria pressione sul costo del denaro. La chiusura del circuito finanziario avviene dunque come risultato dei comportamenti del

[12] Si veda l'ipotesi che la propensione ad acquistare titoli col risparmio corrente sia inferiore ad uno in Davidson [1968].

pubblico circa gli impegni a breve o lungo termine, delle imprese circa la struttura del passivo, delle banche circa la quantità di credito: in termini keynesiani, come risultato della preferenza per la liquidità [13].

La composizione dei saldi finanziari divergenti avviene dunque in modo complesso (come risultato dei diversi comportamenti e dell'assetto istituzionale del sistema finanziario). Quando il riassorbimento dei risparmi non è completo, si osserva necessariamente che:

i) il volume dei depositi aumenta (poiché $S_f > {}_fT + {}_fF$; e $S_i > {}_iT + {}_iF$);

ii) il debito bancario delle imprese aumenta ($Bc > cB$);

iii) l'aumento del debito complessivo delle imprese è in parte debito bancario ($B_c - {}_cB$) e in parte debito in titoli (T) detenuti dalle famiglie e dagli intermediari finanziari.

Un processo incompleto di riassorbimento del risparmio può rivelarsi stabile, a condizione che esista un certo volume di consistenze di credito che le banche considerano «normale» in rapporto al credito totale concesso. Quest'ultimo elemento è strettamente legato agli aspetti istituzionali del sistema bancario e finanziario e, in particolare, alle modalità in cui il sistema distribuisce i rischi a lungo termine dell'attività d'impresa (tra pubblico e banche).

c) *L'efficienza del sistema finanziario.* Nella letteratura economica degli ultimi anni si è affermato un filone di ricerca empirica ispirato all'ipotesi di efficienza dei mercati. Esso fa riferimento alla teoria finanziaria neoclassica, secondo cui condizione necessaria per un'efficiente allocazione del risparmio è che i mercati siano efficienti. Affinché questa caratteristica dei mercati sia garantita occorre che la formazione dei prezzi delle attività finanziarie avvenga in modo da rispecchiare l'insieme delle informazioni disponibili [14].

Uscendo dall'ottica del risparmio come risorsa finanziaria e descrivendo il sistema finanziario non come strumento di intermediazione tra risparmiatori e investitori, ma come il luogo in cui si compongono saldi finanziari divergenti (realizzando l'assorbimento dei saldi attivi da parte dei settori in disavanzo), il significato di efficienza assume una diversa connotazione: esso va riferito alla capacità del sistema finanziario di contrastare la preferenza per la liquidità «riciclando» a bassi costi la liquidità tra operatori in avanzo e operatori in disavanzo, e alle modalità in cui il sistema gestisce il problema di un incom-

[13] La reinterpretazione del pensiero keynesiano sotto l'ipotesi di «offerta endogena di moneta» [ad es., Moore 1988] non sembra cogliere le complicazioni che emergono da questo tipo di interazione tra soggetti finanziari.

[14] Per una valutazione critica del significato di questa letteratura si veda Terzi [1989].

pleto riassorbimento dei risparmi. L'efficienza può dunque essere vista come la minimizzazione del costo di assorbimento, che è una componente del tasso d'interesse [15].

d) Istituzioni, rischio e tasso d'interesse. Il legame tra tasso d'interesse ed efficienza del sistema finanziario è riconducibile ad un aspetto piuttosto trascurato della teoria keynesiana del tasso d'interesse, secondo cui una componente del tasso d'interesse è regolata da fattori diversi dalla preferenza per la liquidità. Il tasso d'interesse, per Keynes, comprende un elemento «puro» più un elemento di rischio per il prestatore di fondi. Per Keynes, questo elemento di «rischio del creditore» (che comprende il rischio di inadempienza, volontaria o involontaria) è determinato da condizioni organizzative e istituzionali. Si tratta di un costo «che non esisterebbe se debitore e creditore fossero una persona sola» e comprende «i costi di intermediazione per portare in contatto il debitore e il creditore definitivi, e la quota di rischio, specialmente per il rischio morale, che il creditore richiede in aggiunta al saggio puro di interesse» [Keynes 1936, 145 e 208, trad. it. 305-371].

Il problema del costo della funzione di riassorbimento dei risparmi può quindi giovarsi di questa interpretazione keynesiana. L'intermediazione finanziaria svolge in modo tanto più efficiente la propria funzione quanto minore è il costo dell'intermediazione implicito nel tasso d'interesse. Questo è funzione delle modalità istituzionali. Ciò non significa necessariamente che, ad esempio, lo sviluppo dei mercati finanziari, che ha avuto luogo nel corso degli ultimi anni nelle economie più avanzate nella forma di un aumento delle transazioni e di un'introduzione massiccia di nuovi strumenti finanziari, vada necessariamente nella direzione di una effettiva diminuzione dei costi dell'intermediazione: nella misura in cui l'azione dei mercati genera instabilità nei rapporti finanziari, il loro sviluppo può avere, in effetti, il risultato opposto. Simili considerazioni valgono per le innovazioni finanziarie, come certi strumenti di protezione del singolo investitore dal rischio che possono determinare un aumento del rischio del sistema [16].

[15] Questo diverso criterio di efficienza può utilmente venire applicato ad indagini di natura storico-istituzionale: quale insieme di regole, di istituzioni, di pratiche organizzative promuove una maggiore efficienza nel senso qui definito?

[16] Kaufman [1986] sostiene che la diffusione di prestiti a tassi variabili ha indotto ad un aumento eccessivo dell'indebitamento e del rischio ad esso connesso. Forse, potremmo aggiungere, la diffusione dei tassi variabili è stata una via obbligata per rendere compatibile la politica della Federal Reserve dopo il 1979 con il sistema americano, ma ciò non cambia i termini del problema. La diffusione dei *junk bonds* è un altro esempio di modalità di ricomposizione dei flussi che avviene a costi potenzialmente elevati per il sistema nel suo complesso.

Riferimenti bibliografici

Davidson, P. (1968), *The Demand and Supply of Securities and Economic Growth and its Implications for the Kaldor-Pasinetti Versus Samuelson-Modigliani Controversy*, in «American Economic Review», vol. 58.

Graziani, A. (1983), *Moneta senza crisi*, in *Economia politica e filosofia*, Milano, Angeli.

— (1984), *The Debate on Keynes' finance motive*, in «Economic Notes», n. 1.

Johnson, H. G. (1951-52), *Some Cambridge Controversies in Monetary Theory*, in «Review of Economic Studies», vol. 19.

Kaufman, H. (1986), *Interest Rates, the Markets, and the New Financial Word*, New York, Salomon Brothers-Times Books, trad. it. di L. Savorelli, *Il nuovo mondo finanziario: Analisi e proposte del «guru» di Wall Street*, Milano, il Sole 24 Ore Libri, 1989.

Keynes, J. M. (1936), *General Theory of Employment, Interest, and Money*, London, Harcourt Brace, trad. it. a cura di A. Campolongo, *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, Torino, UTET, 1971.

— (1938), *D. H. Robertson on «Mr. Keynes and Finance»: Comment*, in «Economic Journal», vol. 48, in *The Collected Writings of J. M. Keynes*, 1973, vol. 14.

— (1979), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, London, Macmillan, vol. 29.

Moore, B. (1988), *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, Cambridge University Press.

Nardozzi, G. (1990), *Sulla dinamica strutturale dei sistemi finanziari*, in *Dinamica economica strutturale*, a cura di A. Quadrio Curzio e R. Scazzieri, Bologna, Il Mulino, pp. 167-82.

Targetti, F. (1988), *Nicholas Kaldor: Teoria e politica economica di un capitalismo in mutamento*, Bologna, Il Mulino.

Terzi, A. (1989), *Three Questions on Finance: Preliminary Remarks*, in «Économie Appliquée», vol. 42, n. 2.