Dipartimento di Economia
ANCONA
n° 2083

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ANCONA
DIPARTIMENTO DI ECONOMIA

LA SPECIFICITÀ DELLE BANCHE: TEORIE ORTODOSSE E TEORIE ETERODOSSE A CONFRONTO

ALBERTO ZAZZARO

QUADERNI DI RICERCA n. 50

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ANCONA

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA

LA SPECIFICITÀ DELLE BANCHE: TEORIE ORTODOSSE E TEORIE ETERODOSSE A CONFRONTO

ALBERTO ZAZZARO

QUADERNI DI RICERCA n. 50

maggio 1994

Comitato scientifico:

Pietro Alessandrini
Alberto Niccoli
Luca Papi
Lorenzo Robotti (coordinatore)

Desidero ringraziare i professori Pietro Alessandrini, Mauro Gallegati, Augusto Graziani e Marcello Messori e il dottor Luca Papi per aver letto una precedente stesura del lavoro e per i loro preziosi commenti. Ogni opinione espressa in queste pagine resta comunque da attribuire solo all'autore.

L'attività delle banche consiste, dunque, nell'intervenire in favore del beneficiario del credito e subentrare al suo posto come debitore o, meglio, se si prescinde dalla forma giuridica e si considera decisivo il significato economico del processo, nel fornire garanzie, nel fungere da garante per il beneficiario del credito. Esse forniscono, per così dire, al beneficiario del credito quella generale fiducia che gli manca. Secondo la nostra concezione, dunque, esse non sono altro che intermediatrici di credito nel senso letterale dell'espressione ossia intermediatrici di fiducia. (L.A. Hahn, 1920, trad. it. 1990, p. 45).

... la banca concede credito per conto suo proprio, non più come intermediaria tra pagante e pagato, ovvero tra mutuante e mutuatario. ... Pertanto, da ciò segue che il limite dei crediti che la banca può concedere, cioè degli scambi che può fare, nè praticamente, nè razionalmente è assegnabile; poichè esso non dipende dalla riserva monetaria - che è una quantità esistente e nota - ma dall'ammontare delle compensazioni, che è una quantità futura e ignota. (A. De Viti De Marco, 1936, rist. 1990, pp. 25-26).

1. Introduzione.

Nella *Storia dell'analisi economica*, nel discutere dell'evoluzione della "concezione della natura del credito bancario", Schumpeter scriveva:

... ci si consenta di riformulare come un economista tipico, scrivendo intorno al 1900, avrebbe spiegato l'argomento del credito ... Egli avrebbe detto qualcosa di questo genere. In principio (logico) c'è la moneta ... Ora i detentori di questa moneta, nella misura in cui non la tesoreggiano nè la spendono nel consumo, la "investono" o, come possiamo anche dire, "prestano" i loro "risparmi" oppure "offrono capitale" o a se stessi o a qualcun altro. E ciò è il fatto fondamentale del credito. Essenzialmente, perciò, il credito è assolutamente indipendente dall'esistenza o non esistenza delle banche e si può comprendere senza alcun riferimento ad esse. Se, come ulteriore passo dell'analisi noi introduciamo le banche nel quadro, la natura del fenomeno rimane immutata. Il pubblico è ancora il vero mutuante. E i banchieri non sono che i suoi agenti intermediari, che fanno il prestito per conto del pubblico e la cui esistenza è una mera questione di divisione del lavoro. (Schumpeter, 1954, trad. it., 1990, vol III, p. 1365).

Per poi, poco più avanti, proseguire sostenendo che:

.. gli economisti trovavano estremamente difficile riconoscere che i prestiti bancari e gli investimenti bancari creano veramente i depositi. ... E anche nel 1930, ..., Keynes

sentiva giustamente che era necessario riesporre e difendere esaurientemente la dottrina, mentre alcuni dei suoi aspetti più importanti neanche adesso si può dire che siano pienamente compresi. (Schumpeter, *ibidem*, p. 1367).

Ciò che più colpisce di questo lungo brano è la chiarezza con cui esso mostra come già all'inizio del secolo (ma, se si continua nella lettura dell'opera di Schumpeter, anche in precedenza), sulla definizione dell'attività bancaria e sulla funzione svolta da questa istituzione nel sistema economico, la teoria economica si divideva su posizioni del tutto analoghe a quanto avviene ai giorni nostri[1]. Ovviamente, ciò non significa affatto che in questo lungo lasso di tempo non siano stati compiuti importanti passi avanti nella comprensione del fenomeno (o, forse, sarebbe meglio dire, nella giustificazione delle due contrapposte visioni). L'ambiente istituzionale ha subito dei cambiamenti radicali richiedendo uno sforzo di riflessione per molti aspetti nuovo. Dal punto di vista analitico, poi, la "rivoluzione" compiuta dalla economia dell'informazione ha consentito di fornire spiegazioni per molti versi più coerenti del fenomeno dell'intermediazione e di proporre una diversa giustificazione, nell'ambito della teoria ortodossa, della specificità dell'intermediario bancario. Tuttavia, la distinzione fondamentale che corre tra le diverse teorie che analizzano il credito bancario sembra essere ancora quella individuata da Schumpeter: da un lato, vi sono coloro che considerano la banca, logicamente e di fatto, come un intermediario tra agenti in surplus (risparmiatori) ed agenti in deficit (mutuatari), che eventualmente si distingue dagli altri intermediari per il tipo di prodotto che offre, dal lato del passivo o da quello dell'attivo, ma non per il tipo di funzione svolta (per brevità, definiremo questa la *teoria ortodossa della banca*), dall'altro lato, vi è una eterogenea schiera di autori (che oggi, per la maggior parte, si rifanno alla

[1] Per inequivocabile conferma dell'assoluta modernità delle parole di Schumpeter ci si può riferire a quanto scritto di recente da due autori, Baltensperger (1987), per la teoria ortodossa, e Graziani (1990), per la teoria eterodossa (ma, in proposito, ancora molti altri potrebbero essere i riferimenti). "The credit market - scrive Baltensperger (1987, pp. 715-716) - is essentially a market for intertemporal exchange. ... The role of credit as such must be clearly separated from the economic role of credit institutions, such as banks, playing the role of specialized intermediaries in the credit market ... Since the ultimate borrowers and lenders can, in principle, do business with each other directly, without help of such an intermediary, the function of these middlemen must be viewed as separate from that of credit as such". "I depositi - scrive, invece, Graziani (1990a, pp. 202-203) - sono la conseguenza logica della concessione di un finanziamento: essi non sono nè possono esserne un presupposto. ... E' vero che se il disavanzo pubblico viene coperto mediante creazione di moneta, le banche di credito ordinario hanno la possibilità di raccogliere depositi anche senza che alcuna di esse abbia in precedenza effettuato alcun impiego. Ma questa possibilità è dovuta al fatto che un'altra istituzione bancaria, in questo caso la Banca centrale, ha in precedenza finanziato il Tesoro dello Stato, effettuando in tal modo un impiego".

scuola post-keynesiana o alla teoria monetaria del circuito) che considerano la banca come creatrice di moneta, o di potere d'acquisto, o di depositi, (termini impiegati spesso, ed anche qui, come sinonimi)[2], svincolata, a differenza degli altri intermediari finanziari, dalla disponibilità precedente dei depositi, ovvero dalla raccolta del risparmio, e la cui funzione è quella di monetizzare i titoli acquistati (questa, invece, sarà per noi la *teoria eterodossa della banca*[3]).

Diciamo subito che qui si appoggerà l'idea della banca come creatrice di potere d'acquisto. Nelle prossime pagine, però, oltre a presentare le due teorie e a giustificare la validità della concezione eterodossa dell'attività bancaria, si intende anche mostrare come in alcuni casi le affermazioni svolte dalle nuove formulazioni della teoria ortodossa della banca si avvicinino in maniera sorprendente a questa concezione. Vedremo, infatti, che per più di un aspetto tra di esse (o, meglio, tra alcune delle versioni in cui vengono presentate le due teorie) vi è un certo accordo o, almeno, una comunanza di linguaggio[4], sebbene resti ancora in piedi la differenza fondamentale per cui la banca è per la teoria ortodossa un'intermediaria di risparmio mentre per la teoria eterodossa essa è una creatrice di moneta. Ancora una volta, allora, a trovare conferma sarebbe un giudizio di Schumpeter, secondo il quale solo vecchi "pregiudizi" e residue "inibizioni" impediscono alla teoria dominante di riconoscere e di utilizzare nei suoi schemi di ragionamento la teoria della creazione dei depositi[5]. Pregiudizi e inibizioni che solo un confronto aperto

[2] Si badi bene si parla qui di creazione di moneta e di non creazione di credito. Si ha infatti creazione di credito ogni qual volta il credito complessivamente esistente nell'economia aumenta. In questo senso, come ricorda Schneider (1965), la banca può creare moneta anche senza creare credito, come quando sconta una cambiale; mentre il credito, non la moneta, può essere creato anche da singoli individui o anche da intermediari finanziari, se questi ultimi mobilizzano fondi che altrimenti sarebbero rimasti immobilizzati o se, mantendo le loro riserve presso il sistema bancario, attraggono i depositi dei risparmiatori (Pierce-Tysonne, 1985).

[3] E' bene sottolineare che i termini *ortodosso* ed *eterodosso* sono qui impiegati solo in riferimento al problema della natura della banca e non alla teoria economica all'interno della quale essa è calata. In questo senso, autori estremamente distanti tra di loro su numerose questioni attinenti al funzionamento del sistema economico e perfino alla natura e al ruolo della moneta, come, ad esempio, von Mises e Keynes, rientrano tutti nella scuola *eterodossa*.

[4] Un indizio inequivocabile di ciò è dato proprio dal fatto che sempre più numerosi sono gli autori appartenenti alla scuola ortodossa che nei loro scritti fanno esplicito riferimento proprio all'opera e alle parole di Schumpeter (tra gli altri, cfr. Diamond, 1984; Stiglitz-Weiss, 1988).

[5] Scrive Schumpeter, "questa [la difficoltà degli economisti a riconoscere la validità della teoria della banca come creatrice di moneta] è una illustrazione assai interessante delle inibizioni con cui il progresso analitico deve combattere e in particolare del fatto che la gente può essere da tempo perfettamente a conoscenza di un fenomeno e anche discuterlo frequentemente senza comprenderne la vera importanza e senza ammetterlo nel suo schema generale di pensiero". (Schumpeter, 1954, trad. it., 1990, vol III, p. 1367; cfr. anche

tra le diverse posizioni, purtroppo oggi quasi inesistente, può consentire di superare.

2. La teoria ortodossa della banca. La banca come intermediatrice di risparmio.

Punto di partenza ed idea fondamentale della teoria ortodossa della banca è che questa istituzione, al pari degli altri intermediari finanziari (o, più in generale, si potrebbe dire, degli altri intermediari[6]), svolge la fondamentale funzione di avvicinare e rendere compatibili le preferenze e le esigenze dei risparmiatori (i prestatori finali) e quelle degli investitori, ovvero di coloro che compongono i due lati del mercato del credito. La loro ragion d'essere è, quindi, legata al fatto che il mercato, da sè, non è in grado di far trovare ai risparmiatori e agli investitori, o perlomeno ad un numero consistente di essi, un accordo soddisfacente. Ciò, a sua volta, è dovuto all'esistenza di imperfezioni e frizioni nel funzionamento del mercato - come la presenza di costi di transazione, di asimmetrie e di costi di informazione - e all'esistenza di economie di scala nel superamento di queste imperfezioni e di economie di diversificazione nella gestione dei rischi connessi alle transazioni sul mercato del credito, dove, per definizione, i pagamenti sono differiti nel tempo.

Date queste condizioni, sorge ovviamente la possibilità per un agente (l'intermediario finanziario) di specializzarsi nella funzione di collegamento tra la domanda e l'offerta di credito emettendo passività più convenienti per i risparmiatori e concedendo credito a condizioni migliori di quelle che altrimenti, in loro assenza, si sarebbero formate sul mercato. Se si escludono altri costi, la differenza tra i tassi attivi e quelli passivi rappresenta il profitto unitario derivante da questa attività. Allo stesso tempo, la formazione di intermediari finanziari assicura rilevanti benefici all'economia, garantendo, in termini statici, un miglioramento paretiano per il benessere della collettività (ciò non solo in quanto i risparmiatori e gli investitori operano entrambi a condizioni migliori, senza che per questo nessuno ne sia danneggiato, ma anche in quanto l'allocazione delle risorse reali risulta più efficiente rispetto al

Schumpeter, 1917, trad. it. 1983, p. 116). Un giudizio simile è espresso anche da von Mises (1924, trad. ing., 1934, rist. 1981, p. 298).

[6] L'equivalenza concettuale tra l'intermediazione finanziaria e l'intermediazione in qualsiasi altra classe di prodotti è stata chiaramente espressa da Yanelle (1989, p. 294), secondo la quale: "An intermediary is said to be one who *buys in order to sell again from a principle of gain.* A financial intermediary collects funds from the final lenders in order to redistribute them among the final borrowers".

caso in cui ciascuno investe fino al limite fissato dal proprio risparmio) e, in termini dinamici, tassi di crescita dell'economia più sostenuti[7].

In definitiva, dunque, le banche sono degli intermediari finanziari che concorrono con gli altri intermediari alla raccolta del risparmio, materia prima della loro attività, al fine di erogare credito e trarre profitto da questa attività di intermediazione. La loro esistenza, come quella di qualsiasi altra istituzione diversa dal banditore walrasiano, trova posto nell'economia solo se i mercati non sono perfettamente funzionanti (Benston e Smith, 1976; Lewis, 1992). Ciò, si badi bene, non vuol dire che esse non si differenziano in nulla dagli altri intermediari finanziari. Sostenere che la funzione della banca è quella di intermediare il risparmio è compatibile con l'idea che le banche siano un intermediario di tipo particolare, che non può essere perfettamente sostituito nelle sue funzioni dagli altri intermediari. Anzi sembra potersi dire che questa è stata ed è la posizione assunta da quasi tutte le scuole di pensiero nell'ambito della teoria ortodossa[8]. Tuttavia, prima di affrontare il problema della specificità delle banche, vediamo se e come la descrizione fin qui data della teoria ortodossa sia stata modificata dai recenti sviluppi delle "nuove teorie dell'intermediazione finanziaria" (d'ora in avanti, per brevità, NTIF).

Mantenendo l'analisi a questo livello di generalità, sembra potersi dire che le NTIF, nate nella seconda metà degli anni settanta a partire dal contributo di Leland-Pyle (1977), nonostante abbiano avuto il merito di affrontare per la prima volta in maniera formalmente rigorosa il problema

[7] Il ruolo che lo sviluppo degli intemediari finanziari, e dei mercati finanziari, può avere sulla crescita dell'economia è stato di recente analizzato in maniera rigorosa all'interno dei modelli di crescita endogena. Tali modelli hanno sottolineato come la presenza degli intermediari, consentendo la risoluzione di alcuni problemi informativi (Greenwood-Jovanovic, 1990; Blackburn-Hung, 1993), riducendo i rischi di illiquidità dei risparmiatori (Bencivenga-Smith, 1991), favorendo la diversificazione dei rischi (Saint-Paul, 1992), rende possibile il finanziamento di attività produttive aventi un rendimento atteso più elevato. Nell'ambito di questo tipo di letteratura, però, non sono mancati gli autori che hanno sottolineato la *possibilità* che lo sviluppo degli intermediari, riducendo i rischi e i vincoli di liquidità per i risparmiatori, incida negativamente sulla propensione al risparmio e, per questa via, sul tasso di crescita dell'economia (Jappelli-Pagano, 1992; è interessante notare come questo argomento sia in contrasto con le conclusione cui giunge la teoria tradizionale della repressione finanziaria, secondo la quale lo sviluppo degli intermediari e della concorrenza per la raccolta dei risparmi, aumentandone la remunerazione, fa aumentare anche la propensione al risparmio; cfr. McKinnon, 1973, Shaw, 1973). Per una rassegna di questa recente modellistica si rimanda a Pagano (1993).

[8] L'unica vera eccezione in proposito sembra essere costituita dalla *Legal Restrictions Theory* secondo la quale vi sarebbe la possibilità di una totale separazione tra l'attività di intermediazione, ovvero l'attività di erogazione dei prestiti, e la gestione dei servizi monetari rendendo del tutto superflua la distinzione tra banche e intermediari. Cfr. Fama (1980), Greenfield e Yeager (1983); Wallace (1983).

dell'esistenza degli intermediari finanziari e di porre in primo piano i costi legati alla presenza di asimmetrie informative, non hanno modificato nella sostanza il tipo di argomentazione fin qui esposto. La descrizione della natura dell'attività bancaria come attività di intermediazione tra risparmio e investimento resta immutata, ed anche la giustificazione della loro esistenza non subisce cambiamenti radicali, spostandosi semplicemente l'attenzione da un tipo di imperfezione ad un'altra[9]. Ciò che si può dire, invece, è che le NTIF non incorrono nell'ambiguità, tipica delle teorie ortodosse precedenti, di giustificare l'esistenza degli intermediari con delle imperfezioni nel funzionamento del mercato, imperfezioni che, una volta introdotti gli intermediari nell'analisi, vengono poi escluse dall'analisi[10].

Nelle nuove teorie, l'imperfezione del mercato sulla quale viene posta l'enfasi è quella della distribuzione asimmetrica dell'informazione tra gli agenti[11]. In particolare, l'ipotesi centrale è che i richiedenti credito abbiano su

[9] Che, riguardo alla definizione di attività bancaria e alle ragioni della sua esistenza, la NTIF possa essere interpretata come una nuova specificazione di un modo di ragionare comune a quello delle "vecchie" teorie ortodosse lo si può dedurre con estrema chiarezza dalle parole di Diamond (1984, p. 398), che commentando il suo modello scrive, "a financial intermediary obtains funds from depositors lenders and lends them to entrepreneurs", per poi aggiungere (p. 410), "commercial banks and insurance company are the most obvious applications of this model", e da quelle di Leland e Pyle (1977, pp. 382-383, corsivo nostro), per i quali, "traditional models of financial markets have difficulty explaining the existence of financial intermediaries, firms which hold one class of securities and sell securities of other types. If transactions costs are not present, ultimate lenders might just as well purchase the primary securities directly and avoid the costs which intermediation must involve. *Transactions costs could explain intermediation, but their magnitude does not in many cases appear sufficient to be the sole cause. We suggest that informational asymmetries may be a primary reason that intermediaries exist*". Tuttavia, va detto che, avendo a riferimento il tipo di contratto con cui le banche erogano i prestiti e raccolgono i fondi (contratti di debito a tasso di interesse fisso), è stata suggerita anche un'altra possibile interpretazione per la quale la presenza delle asimmetrie informative sarebbe l'elemento che giustifica l'esistenza di un *intermediario bancario* mentre la presenza nel mercato di costi di transazione, di economie di scala e di diversificazione del rischio di incertezza giustificherebbe l'esistenza degli *intermediari non bancari* (Goodhart, 1989; Chant, 1992; Marotta-Pittaluga, 1993a). Sebbene questa diversa lettura della NTIF sia sicuramente legittima, poichè però queste teorie concordano con quelle passate nel ritenere l'attività bancaria un'attività di intermediazione, abbiamo qui ritenuto più corretto tenere distinti il problema dell'esistenza degli intermediari da quello della specificità delle banche. Quest'ultimo aspetto verrà trattato nella sezione 3.3.

[10] Il punto è stato sottolineato per la prima volta da Klein (1973) che ha mostrato come le assunzioni della teoria tradizionale delle scelte di portafoglio di assenza di costi di transazione e di agenti massimizzanti implichi la perfetta divisibilità dei titoli emessi e, quindi, l'assenza di intermediari. La contraddizione, delle teorie ortodosse precedenti, tra la giustificazione della presenza degli intermediari e il paradigma walrasiano all'interno del quale questi venivano introdotti è stata di recente ricordata anche da Hellwig (1991).

[11] Esistono, ormai, numerose rassegne, e alcuni manuali, che presentano in maniera estesa e completa le nuove teorie dell'intermediazione finanziaria (tra cui si possono ricordare,

loro stessi e sulle attività che intendono finanziare delle informazioni maggiori rispetto a quelle che sono a disposizione dei finanziatori (risparmiatori). Poichè sul mercato del credito, al momento dello scambio, il debitore non effettua alcun pagamento, bensì cede al creditore la promessa di versare ad una data futura una certa somma, il creditore deve necessariamente *raccogliere informazioni* sulla solvibilità e sulla buona fede del debitore, deve *controllare* che entrambe queste caratteristiche siano conservate nel tempo e deve *incentivare* il debitore a mantenere la sua solvibilità e le sue promesse. In mancanza di tali controlli (*ex-ante* ed *ex-post*) o di forme contrattuali incentivo-compatibili, infatti, debitori razionali avrebbero interesse a mentire sulle loro caratteristiche, su quelle dei progetti che essi intendono avviare e sugli effettivi rendimenti di quelli finanziati. Ci si troverebbe, quindi, di fronte al ben noto "problema dei bidoni" (*lemon problem*), secondo il quale, come ha mostrato Akerlof (1970), poichè il prezzo che tende a formarsi sul mercato (nel nostro caso, il tasso di interesse) rispecchia la qualità media dei beni venduti, i debitori di migliore qualità tendono ad uscire per primi dal mercato. Ciò influenza ulteriormente il prezzo e spinge i debitori di qualità immediatamene inferiore ai primi ad uscire anch'essi dal mercato, e così via fino al punto da rendere teoricamente impossibile la costituzione stessa di un mercato del credito.

Laddove le attività di selezione e controllo sono costose ed esistono economie di scala nel loro svolgimento, vi sono i presupposti per la nascita di istituzioni di intermediazione finanziaria. Qui la letteratura formalmente si divide, secondo che l'attenzione venga posta sulle asimmetrie informative esistenti *ex-ante* o su quelle esistenti *ex-post*, anche se però la logica seguita nell'analisi è per molti versi simile[12]. In sostanza, la tesi è che i risparmiatori possono delegare ad un terzo agente la selezione dei creditori e dei progetti di investimento (*delegated screening*; Leland e Pyle, 1977; Terlizzese, 1988), o il loro controllo (*delegated monitoring*, Diamond, 1984; Williamson, 1986, 1987)[13]. Tuttavia, quando l'imperfezione del mercato del credito è dovuta alla

Giannini, 1986; Goodhart, 1989; Hellwig, 1991; Lewis, 1992; Banca d'Italia, 1992; Benassi, 1992; Macchiati, 1992; Onado, 1992; Coppola-Corsini, 1993; Marotta-Pittaluga, 1993a, 1993b; Sabani, 1993 e alle quali si rimanda.

[12] Si ha asimmetria informativa *ex ante* quando il vantaggio informativo di una delle due parti (nel nostro caso, il debitore) si manifesta *prima* che che il contratto venga concluso, si ha, invece, asimmetria informativa *ex post* quando il vantaggio informativo si manifesta *dopo* che il contratto è stato concluso (Rasmusen, 1989).

[13] Una seconda linea di ricerca, che prende le mosse dal lavoro di Diamond e Dybvig (1983), e che qui non verrà esaminata, razionalizza l'esistenza degli intermediari richiamandosi all'incertezza delle preferenze intertemporali dei risparmiatori e al loro bisogno di assicurarsi contro eventuali crisi di illiquidità. In questo caso, a trovare giustificazione è

presenza di asimmetrie informative la possibilità di risolvere o mitigare tale imperfezione attraverso la costituzione di un intermediario è soggetta all'ulteriore limite relativo alla necessità di controllare la qualità e l'operato dell'intermediario. In altre parole, nei rapporti tra risparmiatore e intermediario sorge un problema di *moral hazard*, in tutto analogo a quello esistente tra risparmiatori e investitori finali. L'intermediario se non è controllato ha incentivo a mentire sulla qualità dell'informazione prodotta e sul rendimento della sua attività (ovvero sui pagamenti ricevuti dagli investitori). Queste difficoltà possono essere superate o attraverso meccanismi di *reputazione* (attraverso contatti ripetuti tra depositante e intermediario in un gioco con informazione imperfetta alla Kreps e Wilson, 1982, come ipotizza Terlizzese, 1988) o attraverso meccanismi di *segnalazione* da parte dell'intermediario (ad esempio investendo capitale proprio nell'attività di intermediazione, come avviene in Leland-Pyle, 1977) o attraverso la stipulazione di *contratti incentivo-compatibili* che spingono l'intermediario a corrispondere al depositante i corrispettivi promessi (come in Diamond, 1984).

Poichè, però, da un lato, questi meccanismi non sono legati all'attività di intermediazione in quanto tale e potrebbero essere sfruttati direttamente dalle imprese che richiedono i finanziamenti, e poichè, dall'altro, la loro istituzione impone dei costi (*delegation costs*, secondo la terminologia introdotta da Diamond, 1984), affinchè sul mercato del credito si formino degli intermediari è necessario che (a) le imprese non siano in grado di impiegare direttamente i meccanismi necessari per rendere credibile l'informazione prodotta[14] o li possano impiegare solo a costi più alti rispetto agli intermediari, e che in ogni caso (b) i costi della delega siano inferiori ai costi di informazione risparmiati attraverso la delega stessa. La diversificazione del portafoglio è l'elemento che tende a ridurre i costi che l'intermediario affronta per risolvere i problemi di *moral hazard* nei confronti dei risparmiatori e che rende i costi della delega sufficientemente bassi tali da

quella particolare funzione delle banche di fornire al mercato titoli *più* liquidi. In ogni modo, anche all'interno di questo filone di studi le banche restano degli intermediari tra risparmiatori (che dispongono della ricchezza finanziaria investibile) e imprese (che dispongono della tecnologia)

[14] Questo, ad esempio, è ciò che avviene nel modello di Terlizzese (1988) nel quale si ipotizza che gli imprenditori non abbiano la possibilità di ricorrere al meccanismo della reputazione in quanto o hanno un orizzonte temporale troppo breve e/o posseggono una ricchezza iniziale insufficiente.

giustificare *endogenamente* l'esistenza degli intermediari[15]. La conclusione comune a questi modelli è, quindi, che esisterà un certo grado di diversificazione al di là del quale l'intermediazione rappresenta una soluzione più conveniente rispetto al finanziamento diretto.

3. La specificità della banca nelle teorie ortodosse.

Laddove, invece, le nuove teorie dell'intermediazione finanziaria sembrano distaccarsi in modo rilevante dalle teorie ortodosse passate è nell'analisi della specificità delle banche.

3.1. *La specificità della banca nella teoria monetarista e nella sintesi neoclassica.*

Per la teoria monetarista e per la teoria della sintesi neoclassica la caratteristica distintiva delle banche è nelle loro passività che, a differenza di quelle degli altri intermediari, fungono da mezzi di pagamento. Ciò attribuisce al sistema bancario *nel suo complesso* la capacità di creare moneta e, come conseguenza, impone la necessità di obbligare le banche a mantenere una certa riserva in moneta legale al fine di prevenire un'espansione eccessiva della quantità di moneta da loro offerta e consentire alle autorità monetarie un efficace controllo sugli aggregati monetari.

Tuttavia, sebbene il sistema bancario abbia la capacità creare moneta, le banche, singolarmente prese, rimangono delle intermediarie di risparmio, che hanno la possibilità di erogare crediti solo dopo aver raccolto depositi[16]. Il punto può essere reso evidente se si pensa al modo in cui viene presentato usualmente il processo di moltiplicazione della base monetaria (cfr., ad esempio, Branson, 1989). Anche se sarà necessario anticipare qualcosa di ciò

[15] Nel modello di Diamond (1984) ciò è dovuto all'operare della legge dei grandi numeri che assicura che la variabilità dei rendimenti attesi dall'intermediario tende a zero al crescere del numero dei progetti (con rendimenti indipendenti) finanziati. Il rendimento del portafoglio dell'intermediario diviene quindi privo di rischio e ciò, a sua volta, rimuove possibili fenomeni di *moral hazard* tra risparmiatori e intermediari e di conseguenza i costi di delega. A risultati analoghi, si può giungere anche nel modello di Terlizzese e in quello di Leland e Pyle.

[16] Ancora di recente, Blinder (1987, rist., 1989, p. 28) scrive, "the flow of deposits (net of required reserve) determines how many assets any single bank can acquire in both the customer and auction market. For the banking system as a whole, however, the supply of deposits is generated endogeneously from the available reserves and required reserve ratio. Thus, for the system as a whole, reserves, not deposits, are the binding constraint".

che si dirà in seguito, può essere utile soffermarsi brevemente su questo ben noto aspetto della teoria monetaria, in quanto consente di chiarire alcune possibili confusioni terminologiche tra la teoria ortodossa (monetarista) e quelle che abbiamo definito teorie eterodosse della banca.

- Per i monetaristi il processo di moltiplicazione può essere descritto in questo modo. A partire da una situazione di equilibrio una banca entra in possesso di un certo ammontare di base monetaria[17]. Se le altre condizioni economiche rimangono immutate, la banca, messa da parte una certa quota (stabile) di base monetaria come riserva, impiegherà la parte restante in attività remunerative. A questo punto i pagamenti ricevuti dal pubblico verrano in parte (secondo un coefficiente anch'esso considerato stabile) nuovamente depositati o presso un'altra banca o presso la stessa banca che ha effettuato l'impiego ed è in questo momento che la moneta (bancaria) viene creata. L'aspetto rilevante è che, però, in entrambi i casi una banca potrà concedere altro credito solo se, e nella misura in cui, vedrà aumentare le proprie riserve di base monetaria. Come è noto questo processo proseguirà fino al punto in cui i depositi presso il sistema bancario divengono un multiplo (che dipende dal coefficiente di riserva e dal quota di circolante detenuto dal pubblico) della base monetaria inizialmente immessa.

E' evidente quindi che in questa descrizione, come sottolinea Moore (1988, pp 45-46), anche per le banche, così come avviene per ogni intermediario finanziario, la relazione causale muove dai depositi ai prestiti. La singola banca impiega le eccedenze di base monetaria di cui dispone.

Questa analisi, anche se descrive un processo di creazione di moneta, non può essere accettata da chi aderisce, invece, alla teoria eterodossa della banca. Per costoro, infatti, la banca non cede le riserve di cui dispone, bensì monetizza titoli, generalmente *non negoziabili*, emessi dai suoi mutuatari (Moore, 1986, 1988). La creazione di moneta attiene ad ogni singola banca e non solo al sistema bancario nel suo complesso. La differenza tra le due teorie è ben sintetizzata nelle seguenti parole di Schneider:

> Noi *non* diciamo che la banca dà a prestito le sue eccedenze di moneta della banca centrale. Tale formulazione sarebbe errata. La banca crea essa stessa i mezzi di pagamento che accredita ai mutuatari. Essa può creare questa nuova moneta di conto poichè, grazie alle proprie riserve eccedenti, essa ha la capacità di convertire in moneta della banca centrale la nuova moneta di conto creata. Essa dunque accorda

[17] Se ciò avvenga a seguito di un'operazione di mercato aperto da parte della banca centrale, o a seguito di una monetizzazione del deficit pubblico, o di un surplus della bilancia dei pagamenti, o di un trasferimento delle attività detenute dal pubblico dalla moneta ai depositi è, ai fini dell'analisi, del tutto indifferente.

> nuovi crediti, crea cioè nuova moneta di conto, sulla base delle sue riserve eccedenti. Questo stato di cose è molto spesso frainteso. (1965, trad. it. 1972, p. 53).

E' evidente che non si tratta di una semplice sottigliezza terminologica. Dire che la banca presta le sue riserve eccedenti implica che essa è necessariamente una intermediaria di risorse; senza la disponibilità attuale di base monetaria eccedente la banca non può svolgere la sua attività. Dire invece che la banca presta sulla base delle sue riserve eccedenti significa semplicemente che essa, per motivi prudenziali, creerà moneta solo fino a un certo limite, mentre la disponibilità effettiva di riserva non è *tecnicamente* vincolante; la banca, quindi, *può* creare moneta anche se non dispone materialmente di riserve eccedenti purchè essa sia sicura di poterne disporre al momento opportuno. Quanto di fatto sia vincolante la disponibilità effettiva di riserve nel momento in cui la banca eroga il credito rappresenta allora un problema di carattere istituzionale piuttosto che economico generale.

3.2. La new view.

Sebbene venga a volte presentata in maniera estrema, anche per la cosiddetta *new view* dell'intermediazione finanziaria[18] le banche hanno la caratteristica unica di emettere passività costituite da mezzi di pagamento (Coghlan, 1978). Ciò che viene sostenuto è semplicemente il fatto che emettere passività di un tipo particolare non implica, in assenza di vincoli esterni di caratere istituzionale, che le banche assumono un comportamento *qualitativamente* diverso rispetto a coloro che emettono passività di altro tipo, e non richiede quindi un'analisi teorica separata. Da questo punto di vista, la *new view* sembra essere più una critica alla teoria monetarista del moltiplicatore che non una critica alla teoria eterodossa della banca. In realtà, almeno nel contributo di Tobin (1963), a cui qui si fà riferimento, sono presenti entrambe.

L'articolo di Tobin contiene tre diverse affermazioni: (a) l'attività bancaria è un'attività di tipo imprenditoriale che, come tale, ha dei costi e dei ricavi e che trova un limite *naturale* nell'andamento crescente dei costi marginali ed in quello decrescente dei ricavi marginali; (b) l'attività bancaria è un'attività di intermediazione finanziaria e consiste nel rendere compatibili le preferenze dei risparmiatori e degli investitori; ogni categoria di intermediari, al fine di raccogliere il risparmio, offre proprie passività che si differenziano

[18] I riferimenti in questo caso sono i classici lavori di Gurley-Shaw (1960), Tobin-Brainard (1963), Tobin (1963).

tra di loro per caratteristiche e per rendimento[19] e che, quindi, sono solo *parzialmente* sostituibili nei portafogli dei risparmiatori; le scelte di portafoglio dei risparmiatori fissano, quindi, in maniera diretta e rigorosa i limiti quantititativi dell'attività dei diversi intermediari (comprese le banche); (c) il processo di moltiplicazione della base monetaria, come descritto dal moltiplicatore, dipende dal fatto che le banche sono obbligate a detenere un certo ammontare di riserve e non dal fatto che le sue passività sono moneta; in ogni caso, l'analisi del moltiplicatore della base monetaria è fuorviante in quanto priva di contenuto comportamentale.

Il punto (a) ed il punto (c) sono una critica convincente al modo meccanico in cui viene analizzato il comportamento della banca nelle teorie di stampo monetarista e che troverebbe il pieno sostegno degli autori appartenenti alla scuola eterodossa a partire da Schumpeter (1934; 1970) fino ad arrivare a Minsky (1986), Chick (1986), Moore (1988), Wray (1990). In questo senso, dunque, la *new view* è molto vicina alle teorie eterodosse della banca.

Al contrario, ovviamente, sarebbe da queste rigettato il punto (b). Secondo le teorie eterodosse, infatti, la banca a differenza degli altri intermediari, non crea le proprie passività *solo* nel momento in cui raccoglie il risparmio[20]. La banca, invece, crea nuova moneta (sotto forma di proprie passività) *anche* (e questa ne è la caratteristica distintiva) all'atto dell'erogazione dei prestiti o dello sconto di cambiali. In altre parole, la banca, unica tra le istituzioni finanziarie, crea le proprie passività contemporaneamente ad un aumento delle sue attività (in titoli).

Il punto interessante è che Tobin è perfettamente consapevole di questa considerazione che egli però considera "superficial and irrilevant", ma, si badi, non perchè falsa, quanto piuttosto perchè vera ma solo per un momento "fugage". Subito dopo essere stato concesso, infatti, il credito verrà speso e nulla garantisce che esso ritornerà tra i depositi della banca concedente nè tra quelli delle altre banche appartenenti al sistema. "It depends - scrive Tobin (1963, p. 313; corsivo nostro) - on whether somewhere in the chain of transactions initiated by the borrower's outlays are found depositors who wish

[19] Alle volte, per evidenziare un'ingenuità di coloro che affermano che la banca crea moneta, ciò viene detto ricordando che ogni intermediario *crea* le proprie passività (Gurley-Shaw, 1960; Goodhart, 1989).

[20] In ogni caso, ciò non costituirebbe una creazione netta di moneta per il settore non bancario ma una semplice trasformazione di una forma di moneta (circolante) in un'altra (depositi bancari), a meno che non si ipotizzi che il risparmio sia mantenuto sotto forma di titoli e che il risparmiatore cede alla banca titoli in cambio di depositi (cfr. Schneider, 1965).

to hold new deposits equal in amount to the new loans. Similarly, the outcome for the savings and loan industry depends on whether in the chain of transactions initiated by mortgage are found individuals who wish *to acquire* additional saving and loan shares". Si potrebbe dire, e questo Tobin stesso lo ammette, che, poichè i depositi delle banche sono mezzi di pagamento, la prima condizione è più probabile a verificarsi della seconda, specie se anche gli intermediari non bancari detengono le loro riserve presso le banche. Ma questa ancora una volta sarebbe una differenza solo quantitativa e non qualitativa. Semplicemente, la curva dei costi marginali sarebbe per le banche più elastica. Invece, la differenza tra banche e intermediari è qualitativa, e ciò, a ben vedere, risulta chiaro proprio dalle parole di Tobin.

Concesso un credito, l'attività della banca, se non avvengono ulteriori cambiamenti, può proseguire indisturbata solo nei limiti in cui i depositi creati non sono *convertiti* in moneta legale o in depositi di altre banche (per l'insieme delle banche quest'ultima conversione sarebbe, ovviamente, irrilevante). L'acquisto di un titolo non bancario da parte di un depositante non pone problemi all'insieme delle banche (e nemmeno alla banca del depositante se chi ha venduto il titolo opera con la stessa banca), a meno che non si ipotizzi che colui che ha emesso il titolo non preferisca detenere circolante invece che depositi[21]. Invece, per un intermediario non bancario (così come per una qualsiasi altra impresa produttiva che non dispone di mezzi propri), concesso un credito (svolta l'attività di produzione) l'attività di intermediazione (produzione) potrà proseguire, se si esclude il reinvestimento dei profitti, solo nei limiti in cui qualcuno *acquista* suoi titoli o ne rinnova l'acquisto. Per la banca il problema è quello di fare *accettare* le passività emesse (problema qualitativamente analogo a quello che incontra uno Stato sovrano nell'emettere moneta legale), per un intermediario finanziario è quello di *venderne* delle nuove. Entrambi i compiti sono costosi e, quindi, pongono un limite economico all'attività svolta dalle due istituzioni, ma la differenza tra le due ipotesi resta evidente. In un caso (l'intermediazione finanziaria), in ogni istante l'attività che si può svolgere è ben definita ed è limitata ai fondi che si sono raccolti. Nell'altro (l'attività bancaria), in ogni istante l'attività che si può svolgere dipende da una grandezza futura (le conversioni dei depositi in

[21] In proposito, è interessante notare come Guttentag-Lindsay (1968, p. 1000), nel criticare le tesi di Tobin, sottolineano che quest'ultimo analizza un caso del tutto particolare in cui si ipotizza che gli intermediari non bancari detengono le loro riserve in circolante piuttosto che in depositi bancari.

moneta legale), che al più può essere solo stocastiscamente nota[22]. Il punto sarà comunque nuovamente ripreso nel prossimo paragrafo. Qui, per concludere, basta dire che per la *new view* le banche sono semplici intermediarie di risparmio che si differenziano dalle altre per il tipo di bene prodotto (mezzi di pagamento) ma non per i vincoli di natura economica che incontrano, nè per il comportamento assunto.

3.3. La specificità della banca nelle NTIF.

Riguardo la specificità della banca, le NTIF hanno operato un cambiamento radicale rispetto sia al monetarismo che alla *new view*. In particolare, ciò che in queste si sostiene è che la specificità dell'attività bancaria non va ricercata dal lato del passivo quanto piuttosto da quello dell'attivo. La banca si differenzia dagli altri intermediari finanziari non perchè emette passività che sono mezzi di pagamento, bensì perchè detiene un portafoglio composto per la maggior parte da attività illiquide (titoli non commerciabili sul mercato)[23].

La letteratura sul tema è estremamente ricca e per molti versi ancora in divenire e non è ovviamente possibile in poche righe dare un quadro completo e soddisfacente dello sforzo teorico e dei risultati ottenuti da queste nuove teorie. Tuttavia, se si vuole individuare un ragionamento unificatore tra alcuni dei principali contributi della NTIF questo sembra essere all'incirca il seguente.

In presenza di asimmetrie informative sul mercato del credito per alcuni agenti può non essere conveniente raccogliere fondi direttamente sul mercato emettendo titoli primari. Per ottenere un finanziamento si deve, infatti, prima conquistare la fiducia dei prestatori fornendo loro tutte le informazioni riguardo la propria situazione economica e finanziaria e riguardo le proprie prospettive di reddito. Se il finanziamento è diretto (cioè non intermediato) occore quindi conquistare la fiducia di un numero elevato di persone rendendo pubbliche le informazioni, e ciò può essere appunto troppo costoso. Inoltre, se chi richiede i fondi è un'impresa, rendere pubbliche

[22] In proposito, cfr. De Viti De Marco (1936), in particolare il brano riportato in epigrafe all'inizio del capitolo.

[23] Già qui si può cominciare a notare una prima forte similitudine tra la terminologia adottata dalla NTIF e quella propria delle teorie eterodosse secondo le quali le banche possono essere definite come quelle istituzioni che "have the power *par excellence* to monetize the *non negotiable* primary securities created by bank debtors in the act of borrowing"; (Moore, 1988, p. 46, corsivo nostro; cfr. anche Schneider, 1965; Moore, 1986).

informazioni private può, in alcune circostanze, significare per questa la perdita di un vantaggio competitivo nei confronti di altre imprese. Dato ciò, può essere, dunque, impossibile o non conveniente per alcuni agenti raccogliere i fondi sul mercato.

L'esistenza di una banca con cui il mutuatario instaura rapporti di confidenzialità consente allora di ridurre i costi (costi monetari e costi opportunità) derivanti dalla disseminazione di informazioni private. In questo senso, la banca offre all'impresa quella fiducia che non è in grado di ottenere dal mercato[24]. La disponibilità esclusiva di informazioni e la conseguente illiquidità dei titoli acquistati, implica che la banca, non potendo informare in maniera credibile i suoi finanziatori circa il valore e il rendimento atteso del suo portafoglio, è costretta ad emettere passività sotto forma di contratti di debito a tasso di interesse fisso che, da un lato, consentono ai depositanti di non dovere affrontare costi di *monitoring*, se non negli stati in cui la banca è in bancarotta, e, dall'altro, incentivano le banche ad un impiego corretto dell'informazione raccolta. La forma contrattuale delle passività della banca è, quindi, un conseguenza delle caratteristiche del suo attivo (Goodhart, 1989; Chant, 1992)[25]. La produzione di mezzi di pagamento diviene invece una caratteristica inessenziale all'attività bancaria. Ciò che differenzia le banche è la funzione creditizia, mentre la funzione monetaria ne rappresenta un elemento al più complementare. Tra le due vi possono essere delle economie di scopo che giustificano lo svolgimento contemporaneo delle due funzioni,

[24] Scrive Lewis (1992, p. 207), "banks ... provide credit or market-enhancing guarantees for activities which, because of price sensitive information or high evaluation, monitoring and enforcment costs, cannot easily be funded by the issue of securities in the open market". O, ancora, Stiglitz-Weiss (1988, p. 11) dichiarano che, "it is natural, given the economic importance of ascertaining whether individuals or firms are credit worthy, that institutions develop which specialize in ascertaining credit worthiness. Because banks are in a position to monitor so many of the transactions of individual firms, they are a natural institution for ascertaining credit worthiness". Merita di essere sottolineato quanto affermazioni di questo tipo siano vicine a quelle espresse da autori che hanno contribuito in diversi momenti allo sviluppo della teoria eterodossa della banca, come ad esempio Albert Hahn, nel brano riportato nell'epigrafe all'inizio del capitolo, o come Minsky (1986, p. 229), secondo il quale, "The fundamental banking activity is accepting, that is, guaranteeing that some party is creditworthy". La differenza, sostanziale, tra i due tipi di affermazione sta nel fatto che per Minsky, prima di sottolineare il ruolo di garanzia del credito bancario, è fondamentale ricordare che l'attività bancaria non consiste nel trasferimento di moneta ma nella sua creazione, "banking is not money lending; to lend, a money lender must have money" (ibidem, p. 229). La comunanza di vedute sul punto tra la NTIF e la teoria eterodossa è stata sottolineata anche da Marselli (1991).

[25] Questo risultato, però, come ricorda Hellwig (1989), è valido solo se l'analisi viene svolta in un contesto uniperiodale, come nei modelli di Diamond (1984) o di Gale e Hellwig (1985). In un contesto multiperiodale, invece, il contratto ottimale prevede pagamenti stato-contingenti.

ma in ogni caso non è nella funzione monetaria che va individuata la specificità delle banche (Goodhart, 1989).

A ben vedere, però, l'inessenzialità della funzione monetaria piuttosto che essere dimostrata sembra qui essere semplicemente la logica conseguenza di un ragionamento che prende le mosse da una definizione di attività bancaria. Una volta definita la banca come quella istituzione che acquista titoli non negoziabili, l'unico aspetto rilevante per l'analisi diviene, infatti, quello di stabilire perchè alcuni titoli non sono negoziabili e quali sono le condizioni minime che rendono conveniente ad un'agente fungere da intermediario ed acquistare tali titoli. Dopodichè, l'istituzione che svolge questa attività è la banca[26]. Ora, a parte il fatto che le banche non hanno in portafoglio solo titoli non negoziabili e che esistono istituzioni che non vengono definite abitualmente banche e che concedono ugualmente credito sulla base di informazioni riservate[27], sarebbe altrettanto legittimo partire da una definizione di banca come istituzione le cui passività sono mezzo di pagamento per poi dimostrare che ciò le dà dei vantaggi nell'acquisto dei titoli non negoziabili. Questa, ad esempio, sembra essere la strada seguita anche da alcuni autori appartenenti alla teoria ortodossa, come ad esempio Fama (1985)[28]. Egli parte dalle definizioni più ampie di *outside lenders* e di *inside lenders*[29] per poi sostenere che le banche, grazie ai vantaggi informativi che ottengono dalla gestione del sistema dei pagamenti, sono istituzioni uniche tra gli *insider lenders* ed è per questo che sono in grado di richiedere ai propri debitori tassi di interesse più elevati[30].

[26] Un esempio chiarissimo di questo modo di ragionare si ha nelle parole di Goodhart (1986, p.27), "So long as information costs and the set-up costs of markets ensures that there will be need for anonymous, non market, lending then there will be a need for financial intermediaries to undertake this particular activity; these institutions will effectively be banks".

[27] Questo inciso è estremamente importante visto che in genere nelle NTIF si scarta la definizione di banca come istituzione le cui passività sono mezzi di pagamento sulla base della considerazione che, date le recenti innovazioni finanziarie, anche altre istituzioni, che abitualmente non sono definite banche, emettono mezzi di pagamento.

[28] Sul punto cfr. anche Stiglitz-Weiss (1988) e Lewis (1992).

[29] *Outside lenders* sono coloro che prestano fondi sulla base di informazioni pubblicamente disponibili, *inside lenders* sono coloro che, invece, prestano fondi sulla base di informazioni private fornite dal mutuatario e altrimenti non disponibili.

[30] L'analisi di Fama, infatti, parte dalla considerazione che le banche si finanziano anche attraverso l'emissione di certificati di deposito sui quali ugualmente devono mantenere una certa riserva. Poichè i certificati di deposito, a differenza dei depositi, sono titoli negoziabili sul mercato essi devono dare ai loro acquirenti un rendimento pari a quello di altri titoli analoghi non soggetti, però, ad obbligo di riserva. Allora, in questo caso l'interesse perduto dalle banche sulle riserve (*reserve tax*) non può essere fatto gravare sui creditori bensì deve essere passato sui debitori, facendo loro pagare tassi di interesse più elevati.

Da questo punto di vista, tra la funzione monetaria e quella creditizia vi sarebbe un legame molto più "essenziale" di quello in genere individuato dalle NTIF, fino ad arrivare a dire che è grazie al fatto che le banche svolgono la funzione monetaria che esse sono in grado di acquistare titoli non negoziabili (Goodfriend, 1993).

Se poi si riconosce, seguendo la teoria eterodossa, che le banche estendono credito emettendo proprie promesse di pagamento, allora è del tutto naturale che siano per la maggior parte le banche ad acquistare titoli non negoziabili. Le banche sono, per definizione, le istituzioni più liquide, le uniche che anche nel caso in cui il valore del loro attivo cade, a meno che ciò non causi una corsa agli sportelli, sono in grado di proseguire la loro attività senza per questo costringere i loro creditori (i depositanti) ad interrompere il normale svolgimento degli affari.

4. La teoria eterodossa della banca. La banca come creatrice di moneta.

La teoria eterodossa della banca nonostante abbia una lunga tradizione nella teoria economica e sia stata in passato accolta da alcuni dei più grandi economisti, non è mai riuscita ad imporsi come teoria dominante[31]. Negli ultimi anni, essa è stata riproposta da un vasto gruppo di studiosi, appartenenti a diverse scuole di pensiero - post-keynesiana, post-kaleckiana, circuitista - tra di loro in contrapposizione per diversi aspetti, ma che, comunque, condividono il comune patrimonio del concetto di moneta quale grandezza endogena del sistema economico, "creata" - in modo esclusivo, per chi aderisce alla teoria monetaria della produzione, o in modo prevalente, per chi invece si avvicina più alle posizioni post-keynesiane - dalle banche durante il normale processo di finanziamento dell'attività produttiva. Data l'eterogeneità dei contributi, e dato che il nostro obiettivo non è quello di presentare l'evoluzione della teoria eterodossa nè tanto meno quello di analizzare le controversie interne ad essa, qui ci limiteremo ad esporre quella che è

[31] Oltre ai nomi noti di Wicksell (1898), von Mises (1924), Robertson (1926, 1928), Schumpeter (1934, 1970), Keynes (1930), Kalecki (1933, 1935), ancora molti autori hanno in passato aderito alla teoria della banca come creatrice di mezzi di pagamento. Tra questi, meritano di essere ricordati Mac Leod (1855), Withers (1909), Hahn (1920), Hawtrey (1923), e tra gli scrittori italiani, Fanno (1912, 1992); De Viti De Marco (1936), Foà (1936), Bresciani-Turroni (1936), Lugli (1939a, 1939b, 1939c). Per una esauriente presentazione della evoluzione storica della teoria della banca sia in riferimento alla letteratura straniera che a quella italiana si rimanda a Santarelli (1984), Graziani (1989) e Graziani e Realfonzo (1992a, 1992b).

"l'opinione media", le idee guida in merito alla funzione e alla specificità della banca in un'economia capitalista, condivise in maniera più o meno completa dai diversi autori.

Il punto di avvio di queste teorie è duplice. Innanzitutto, si sostiene, per comprendere il reale funzionamento di un'economia monetaria è necessario analizzare il ruolo che la moneta svolge nella fase della *produzione* e non in quella dello *scambio*, come invece avviene nella teoria ortodossa[32]. In secondo luogo, si ipotizza che nelle economie contemporanee la moneta (mezzo di pagamento legale o privato) abbia natura creditizia: se ciò sia dovuto ad una necessità logica propria di un'autentica economia monetaria (Graziani, 1988a, 1990b) o se ciò sia più semplicemente il risultato di un'evoluzione istituzionale (Eichner, 1987; Moore, 1988) è ai nostri fini irrilevante.

In un'economia monetaria lo svolgimento di ogni attività produttiva richiede una spesa monetaria precedente ai ricavi derivanti dalla vendita. Ora, mentre per la singola impresa un aumento della produzione può, in linea di principio, essere finanziata attraverso il risparmio da essa accumulato in passato o attirando il risparmio di altri individui, per l'insieme delle imprese una aumento della produzione può essere finanziata solo se nel sistema economico viene immessa nuova moneta[33] (a meno di ipotizzare una velocità di circolazione della moneta sempre crescente). D'altra parte, i risparmi monetari esistenti in un certo istante di tempo altro non sono che uua quota dei redditi derivanti dai processi produttivi svoltisi in precedenza. Anche dietro i risparmi, quindi, vi è sempre necessariamente una precedente immissione di moneta (Hahn, 1920; Schumpeter, 1934).

Poichè la moneta ha natura creditizia, ovvero consiste nelle promesse di pagamento emesse da un agente, in un'economia chiusa agli scambi con l'estero (o, se si preferisce, in un'economia mondo) la moneta può essere immessa nel sistema economico solo attraverso le spese o i prestiti di quelle istituzioni le cui promesse di pagamento sono considerate, per legge o per convenzione, mezzo di pagamento[34]. Queste istituzioni sono le banche.

[32] Scrive Lavoie (1984, p. 774), "money does not fall like manna from heaven; on the contrary it appears when corporations (or the government if corporations are reluctant) are prepared to distribute revenues to households ... there can be no money without production". Sull'argomento, cfr. anche Minsky, 1986; Graziani, 1984, 1991; Arestis, 1992; Lavoie, 1992.

[33] In un'economia creditizia, in cui la moneta è immessa attraverso le aperture di credito in favore di chi avvia la produzione, per i quali, quindi, la moneta costituisce un debito, anche un livello di produzione stabile richiede continue immissioni di moneta o, se si preferisce, continue proroghe del credito erogato (Graziani, 1984c).

[34] Spesso si sostiene che le banche creano mezzi di pagamento solo concedendo prestiti a terzi. Ovviamente, si riconosce la possibilità tecnica di un'apertura di credito su stessi, ovvero della spesa delle proprie promesse di pagamento, ma ciò in pratica non può

Ovviamente, poichè le promesse di pagamento sono un debito dell'istituzione che le ha emesse, e poichè, come direbbe Keynes (1930, trad. it. 1979, vol I, p. 19), "è nella natura del debito l'essere pagabile in termini di qualche cosa che non sia il debito stesso", è necessario che tali promesse non siano tutte della stessa qualità ma che ve ne sia almeno una considerata (ancora una volta, per legge o per convenzione) di qualità superiore a tutte le altre (Hicks, 1982, 1989; Eichner, 1987; Hoover, 1988a, 1988b). Queste sono le promesse di pagamento della *Banca Centrale*.

L'esistenza delle banche è, dunque, connaturata a quella di un'economia monetaria (Parguez, 1994). Le banche nella forma in cui le conosciamo oggi sono ovviamente il risultato di un continuo processo di evoluzione istituzionale, teso a risparmiare risorse reali e finanziarie (Chick, 1986; Giannini, 1988; Niggle, 1991), ma la giustificazione della loro esistenza non richiede il riferimento a qualche imperfezione del mercato del credito come invece necessariamente deve avvenire nel caso degli intermediari finanziari (Eichner, 1987).

Le principali proposizioni che caratterizzano la teoria eterodossa della banca possono allora essere riassunte nel modo seguente. La moneta è introdotta nel sistema economico attraverso l'azione delle banche (tra le quali va ricompresa la Banca Centrale). Queste creano potere d'acquisto per la maggior parte finanziando l'attività economica dello stato e quella delle imprese e, con riferimento alla Banca Centrale, finanziando la spesa pubblica e le altre istituzioni bancarie. La moneta così creata viene poi distrutta quando i creditori delle banche ripagano i loro debiti (Graziani, 1984b, 1984c; Moore,

avvenire, in quanto sarebbe contrario ad una "ben stabilita" pratica bancaria che impedisce alle banche di creare moneta per se stesse (Le Bourva, 1962), e sarebbe teoricamente scorretto ipotizzarlo, in quanto derogherebbe ad un principio fondamentale dell'economia monetaria per cui solo lo Stato può avere diritto di signoraggio (Graziani, 1988a). A nostro avviso, a rigore teorico, nessuna delle due obiezioni sembra decisiva. Piuttosto ciò che si può dire è che per una banca le proprie passività non sono nè un reddito nè un capitale, bensì un debito. Ciò significa, per usare le parole di von Mises (1924, trad. ingl., 1934, rist., 1981, p. 312), che "it necessary for the issuing body to regard them as part of its trading capital and never to spend them on consuption but always invest them in business. These investment need not always be loans ... deposit banks sometimes open deposit accounts without a money cover not only for the purpose of granting loans, but also for the purpose of directly procuring resources for production on their own behalf" (cfr. anche Schneider, 1965). Un impiego delle proprie passività nel consumo sarebbe allora per le banche estremamente pericoloso e rischierebbe di farle perdere la fiducia del pubblico e la possibilità di emettere in futuro mezzi di pagamento. Ma lo stesso principio, anche se con limiti quantitativi diversi, si applica a qualsiasi moneta fiduciaria e, quindi, anche alla moneta legale che non può essere emessa senza limiti per scopi improduttivi senza per questo minare la fiducia del pubblico nella moneta stessa (Goodhart, 1989). Nel prosieguo, tuttavia, poichè le principali operazioni delle banche consistono in prestiti a terzi, faremo essenzialmente riferimento a questi.

1988). I depositi - e quindi i risparmi - non rappresentano più, come nelle teorie ortodosse, un *prius* logico per il credito, quanto, piuttosto, sono i crediti ad esserlo per i depositi.

Poichè la produzione viene finanziata dalle banche attraverso una creazione netta di moneta, l'attività economica, come ricordava Keynes (1937), non può mai essere frenata da una carenza di risparmi (Snippe, 1985; Terzi, 1986; 1986-87, 1991; Davidson, 1986; Richardson, 1986; Wray, 1988). E' piuttosto la disponibilità delle banche a erogare credito a poter dettare il ritmo a cui procede l'attività economica. Anzi i risparmi, se tesaurizzati, rappresentano un deficit netto per l'insieme delle imprese che resta indebitato per la stessa cifra con il sistema bancario[35]. Se questo non è disposto ad allargare ulteriormente il credito, allora i risparmi determinano un rallentamento dell'attività produttiva. Il compito dei mercati e degli intermediari finanziari diviene, allora, proprio quello di impedire la tesaurizzazione dei risparmi e di rendere questi disponibili alle imprese, in modo tale da consentire il pagamento dei debiti e la chiusura del circuito economico.

Banche ed intermediari finanziari - o, come Keynes (1930) e Schumpeter (1934, 1970) preferivano esprimersi, funzione bancaria e funzione di intermediazione - rappresentano due soggetti chiaramente distinti che richiedono analisi separate[36]. Le banche creano i mezzi di pagamento dell'economia ed in particolare anticipano alle imprese il potere d'acquisto necessario per avviare la produzione. Gli intermediari finanziari, invece, redistribuiscono il potere d'acquisto creato dalle banche all'interno del settore non bancario consentendo a chi si è indebitato con la banca di recuperare la parte di reddito distribuito ma non consumato[37].

Ciò che una banca presta sono le proprie promesse di pagamento e non il risparmio del pubblico. Che così deve essere è reso evidente dal fatto che l'erogazione di un credito bancario nè fà perdere ai depositanti il diritto di

[35] "Savings kept in bank deposits - scrive Graziani (1992, p. 107) - are money lost to the firms, and give rise to an increase in the debt of firms to the banking system.". Sull'argomento, cfr. anche Carteller (1988).

[36] Sulle differenze ed i rapporti che intercorrono tra le banche, da un lato, e gli intermediari e i mercati finanziari, dall'altro, cfr. Graziani (1988a, 1992); Davidson (1986, 1992); Messori (1989); Terzi (1989;1991); Nardozzi (1990a; 1990b); Messori-Tamborini (1993). E' interessante sottolineare, come nota Graziani (1989), che tale differenza era già stata riconosciuta con estrema chiarezza da Bresciani-Turroni (1936).

[37] In riferimento a ciò, Graziani distingue tra un finanziamento iniziale - "liquidity anticipated by banks in order to cover the current cost of output" (Graziani, 1992, p. 102) - ed un finanziamento finale - "liquidity that firms get back as proceeds from sales of commodities or from new issues on the financial market (Graziani, 1992, p. 102).

impiegare a vista i loro depositi, nè tantomeno determina la riduzione delle riserve in possesso della banca[38]. La banca, allora, non incontra alcun vincolo tecnico di "disponibilità di risorse" (risparmi) nell'erogare crediti. Ovviamente, ciò non significa che essa sia in grado di concedere crediti senza limiti. Tuttavia, in un'economia completamente deregolamentata, il limite a questa attività è posto dalla accettabilità delle promesse di pagamento emesse, e dalla volontà degli operatori non bancari di utilizzare quelle stesse promesse, e non dalla disponibilità preventiva di risparmi. Detto con altre parole, l'attività bancaria trova un limite solo nelle richieste di conversione in altre promesse di pagamento cui si deve fare fronte (Schneider, 1965). Ed è in questo, nelle richieste di conversione, che va individuata la differenza tra l'intero sistema bancario e la singola banca. Deve essere chiaro, però, che la differenza tra le due ipotesi riguarda solo i limiti potenziali che si incontrano nell'erogazione del credito. Per l'insieme delle banche come per la singola banca, la concessione di un credito rappresenta sempre una creazione netta di moneta.

In un'economia chiusa agli scambi con l'estero, al sistema delle banche le richieste di couversione possono derivare solo da agenti non bancari, tuttavia per esso la sola fonte di riserve[39] è la banca centrale. Al contrario, per la singola banca, o, anche, per un sottoinsieme di banche, mentre le richieste di conversione possono provenire da tutti gli agenti economici, le promesse di pagamento emesse dalle altre banche - e, di conseguenza, anche i risparmi - sono una fonte di riserve altrettanto buona dei finanziamenti ottenuti dalla banca centrale[40]. In ogni modo, sebbene ogni banca singolarmente presa abbia la possibilità di raccogliere depositi prima di erogare i crediti, ciò che essa concede in prestito sono sempre le proprie promesse di pagamento create *ex nihilo* (al pari di ogni promessa) al momento della concessione del credito.

[38] Come ricordava Hahn (1920), in un'economia priva di contante, la concessione di un credito da parte di una banca implica l'allungamento del suo bilancio e non l'impiego e, quindi, la trasformazione di una posta attiva esistente. L'introduzione di una moneta legale non modifica queste conclusioni. L'impiego delle riserve bancarie è logicamente collegato con le richieste di conversione e non con le concessioni di credito che continuano a rappresentare un allungamento del bilancio bancario.

[39] Quando si parla di riserve è bene tenere presente che non si fa riferimento necessariamente alla riserva legale. La sua esistenza è un fenomeno puramente istituzionale che non ha una valenza economica generale. Inoltre, si deve ricordare che, come scrive Graziani (1985, p. 67), "i vincoli di riserva che le autorità monetarie impongono alle aziende di credito non hanno la natura di vincoli tecnici atti a limitare concretamente l'azione delle banche; essi hanno la natura di vincoli di legge, che le banche possono rispettare o violare".

[40] Dal punto di vista economico le riserve di una banca consistono nella disponibilità di promesse di pagamento di altre istituzioni.

Ovviamente, oltre ai limiti posti dalla fiducia del pubblico, anche le autorità monetarie possono cercare di controllare la creazione di mezzi di pagamento da parte delle banche, attraverso il controllo della base monetaria o ponendo dei limiti al rifinanziamento delle banche o attraverso la fissazione del tasso di sconto. Nei sistemi monetari odierni, dove le autorità monetarie hanno assunto il ruolo di prestatore di ultima istanza e dove le banche hanno ampiamente sviluppato pratiche di *liabilities management*, ciò non sembra concretamente possibile (Lavoie, 1984; Chick, 1986; Moore, 1988; Goodhart, 1989; in senso contrario si esprime, ad esempio, Meulendyke, 1988). Tuttavia, questo è un problema di carattere storico-istituzionale, che può trovare diverse soluzioni in diversi momenti e in diversi contesti. In ogni caso ciò non incide in alcun modo sull'attività svolta dalle banche che consiste sempre nel creare mezzi di pagamento (Graziani, 1988b).

In conclusione, l'attività di ogni singola banca può allora essere descritta attraverso tre caratteristiche principali: (1) la banca concede in prestito le proprie promesse di pagamento; essa è l'unica istituzione in grado di concedere credito prima di avere raccolto i depositi[41]; (2) in assenza di vincoli istituzionali, nei limiti in cui le promesse di pagamento emesse non abbandonano il bilancio della banca essa è libera di espandere ulteriormente credito; (3) in ogni caso, il potenziale massimo di credito di una banca, sia pure sempre esistente, è una grandezza estremamente flessibile[42].

5. Conclusioni.

In queste pagine si è inteso mostrare che l'attività bancaria è funzionalmente e sostanzialmente diversa dall'attività di intermediazione finanziaria e che, quindi, le banche meritano un trattamento analitico separato. Ciò è stato fatto sia analizzando e criticando gli argomenti contrari portati dalla teoria ortodossa, sia presentando gli argomenti della teoria eterodossa. Si è poi sostenuto che gli sviluppi recenti della teoria ortodossa si sono per certi versi avvicinati alle posizioni della teoria eterodossa. In particolare, si è visto

[41] Con le parole Alan Holmes (cit. in Pollin, 1991, p. 367), ex vice presidente della Federal Reserve Bank di New York, "in the real world banks extend credit, creating deposits in the process, and look for the reserves later" (cfr. anche De La Genière, 1981). Sull'evoluzione storica dell'attività bancaria e sui suoi riflessi sulla teoria economica, vedi Chick (1986).

[42] Questa è una delle principali conclusioni cui giungono autori come Schumpeter (1934; 1970), Hahn (1920) o De Viti De Marco (1936) nella loro analisi dell'attività bancaria.

che le NTIF nell'analizzare il ruolo delle banche puntano l'accento, al pari delle teorie eterodosse, sul momento dell'erogazione del credito. Più precisamente, esse considerano la banca un'istituzione unica in quanto consente ad individui che non dispongono di risorse e che non godono della fiducia generalizzata dell'economia di accedere ugualmente al mondo dei beni, cedendo loro il credito di cui essa gode. A sua volta, però, è importante riconoscere che molte delle idee e delle analisi sviluppate dalla NTIF possono essere impiegate con profitto all'interno della teoria eterodossa[43]. Una sintesi tra le due è allora forse la strada più proficua per giungere ad una migliore comprensione del ruolo delle banche nelle economie contemporanee. Nonostante ciò, al momento resta ancora insuperata la differenza fondamentale riguardo la natura dell'attività bancaria: intermediazione del risparmio, per la teoria ortodossa, creazione dei mezzi di pagamento, per la teoria eterodossa.

[43] Tentativi in tal senso sono stati sviluppati da Dymski (1992, 1993) e da Messori-Tamborini (1993).

Bibliografia.

Akerlof, G. (1970), "The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 84.

Arestis, P. (1992), *The Post Keynesian Approach to Economics*, Edward Elgar, Aldershot.

Baltensperger, E. (1987), "Credit", in *The New Palgrave Dictionary of Economics*, The Macmillan Press.

Banca d'Italia (a cura di), (1992), *La tutela della concorrenza nel settore del credito*, Banca d'Italia, settembre.

Benassi, C. (1992), *Mercati finanziari e asimmetrie informative*, CLUEB, Bologna.

Bencivenga, V.R., Smith, B.D. (1991), "Financial Intermediation and Endogenous Growth", *Review of Economic Studies*, 58, April.

Benston, G.J., Smith, C.W. (1976), "A Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediaries" *Journal of Finance*, 31.

Blackburn, K., Hung, V.T.Y. (1993), "A Theory of Growth, Financial Development and Trade", *University of Southampton, Discussion Paper*, n. 9303.

Blinder, A.S. (1987), "Credit Rationing and Effective Supply Failures", *Economic Journal*, 97.

Branson, W.H. (1989), *Macroeconmic Theory and Policy*, Harper & Row, New York.

Bresciani-Turroni, C. (1936a), "The Theory of Saving. The Forms of Saving Process", *Economica*, february.

Bresciani-Turroni, C. (1936b), "The Theory of Saving. Disequilibrium between Savings and Investment During the Trade Cycles", *Economica*, may.

Cartelier, J. (1988), "Keynes's General Theory: Foundations for a Heterodox Political Economy?", in Barrere (ed.), *Keynes Today:Theories and Policies*, The Macmillan Press.

Chant, J. (1992), "The New Theory of Financial Intermediation", in Dowd, K., Lewis, M.K. (ed.), *Current Issues in Financial and Monetary Economics*, The Macmillan Press, London.

Chick, V. (1986), "The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment, and Interest", *Economies et Societes*, 3.

Coppola, G., Corsini, D. (1993), "Quali tendenze per una teoria della banca?", in Coppola, G., Corsini, D. (a cura di), *Teoria dell'intermediazione finanziaria*, Studi e Informazioni, Quaderni 41, supplemento n.1 al n.2/1993.

Davidson, P. (1986), "Finance, Funding, Saving, and Investment", *Journal of Post Keynesian Economics*.

Davidson, P. (1988), "Endogenous Money, the Production Process and Inflation

Analysis, *Econiemie Appliquée*, n. 1.

Davidson, P. (1992), *International Money and the Real World*, 2nd edition, Macmillan, London.

De La Genière, R. (1981), "Les fondements de la politique monétaire", *Banque*, marzo.

De Viti De Marco, A. (1936), *La funzione della banca. Introduzione alla studio dei problemi monetari e bancari contemporanei*, Einaudi, Torino, ristampato (1990) con introduzione di Giannino Parravicini, UTET, Torino.

Diamond, D.W. (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, 51, n. 3.

Dymski, G.A. (1992), "A <<New View>> of the Role of Banking Firms in Keynesian Monetary Theory", *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol 14, n. 3.

Dymski, G.A. (1993), "Keynesian Uncertainty and Asymmetric Information: Complemetary or Contradictory?", *Journal of Post Keynesian Economics*, n. 1.

Eichner, A.S. (1987), *The Macrodynamics of Advanced Market Economies*, Sharpe.

Fama, E.F. (1980), "Banking in a Theory of Finance", *Journal of Monetary Economics*, n. 6.

Fama, E.F. (1985), "What's different About Banks?", *Journal of Monetary Economics*, 15.

Fanno, M. (1912), *Le banche e il mercato monetario*, Athenaeum, Roma.

Fanno, M. (1992), *Teoria del credito e della circolazione*, prima ed. a cura di Realfonzo, R., Graziani, A., E.S.I., Napoli.

Foà, B. (1936), "L'espansione del credito", *Giornale degli Economisti*.

Giannini, C. (1986), "Innovazione finanziaria e teoria dell'intermediazione: una rassegna della letteratura", *Banca d'Italia, dattiloscritto*.

Giannini, C. (1988), "L'evoluzione del sistema dei pagamenti: una sintesi teorica", *Moneta e Credito*.

Goodfriend, M. (1993), "Financial Theory and Central Bank Policies", in Frowen, S. (ed.), *Monetary Theory and Monetary Policy. New Tracks for the 1990s*, The Macmillan Press, London.

Goodhart, C.A.E. (1986), "Why do we need a Central Bank?", *Temi di discussione del Servizio Studi della Banca d'Italia*, n. 57.

Goodhart, C.A.E., (1989), *Money, Information and Uncertainty*, MacMillan.

Graziani, A. (1984), "The Debate on Keynes's Finance Motive", *Economic Notes*, 1.

Graziani, A. (1985), "Note sull'efficacia della politica monetaria", in A.A.V.V., *Moneta ed economia nazionale*, Cassa di Risparmio di Torino, Piemonte Vivo-Ricerche.

Graziani, A. (1988a), "Introduzione", in Messori, M. (a cura di), *Moneta e produzione*, Einaudi, Torino.

Graziani, A. (1988b), "Le teorie del circuito e la *Teoria generale* di Keynes", in Messori, M. (a cura di), *Moneta e produzione*, Einaudi, Torino.

Graziani, A. (1989), "Schumpeter and Italian Economic Thought in the Inter-War Period", *Studi Economici*, n. 37.

Graziani, A. (1990a), "Sulla teoria dell'offerta di moneta", in Acocella, N., Rey, G.M., Tiberi, M. (a cura di), *Saggi di politica economica in onore di Federico Caffè*, Franco Angeli, Milano.

Graziani, A. (1990b), "The Theory of Monetary Circuit", *Economies et Sociétés*, n. 7.

Graziani, A. (1991), "Nuove interpretazione dell'analisi monetaria di Keynes", in Kregel, J. (a cura di), *Nuove interpretazioni dell'analisi monetaria di Keynes*, il Mulino, Bologna.

Graziani, A. (1992), "Production and Distribution in a Monetary Economy", in Brink, E. (ed.), *Themes in Modern Macroeconomics*, The Macmillan Press.

Graziani, A., Realfonzo, R., (1992a), "La teoria monetaria di Marco Fanno", in Mnfredini Gasparetto M. (a cura di), *Marco Fanno. L'uomo e l'economista*, CEDAM, Padova.

Graziani, A., Realfonzo, R. (1992b), "La teoria del credito edella circolazione di *Marco Fanno*", in Fanno, M. (1992), *Teoria del credito e della circolazione*, prima ed. a cura di Realfonzo, R., Graziani, A., E.S.I., Napoli.

Greenfield, R.L., Yeager, L.B. (1983), "A Laissez-Faire Approach to Monetary Stability", *Journal of Money Credit and Banking*, n. 3.

Greenwood, J., Jovanovic, B. (1990), "Financial Development, Growth and the Distribution of Income, *Journal of Political EconomyI*, 98, October.

Gurley, J.G., Shaw, E.S. (1960), *Money in a Theory of Fianance*, Brookings Institution, Washington.

Guttentag, J.M., Lindsay, R. (1969), "The Uniqueness of Commercial Banks", *Journal of Political Economy*.

Hahn, A.L., *Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits*, Verlag J.C.B., Tubingen, trad. it. (1990), *Teoria economica del credito*, ESI, Napoli.

Hawtrey, R.G. (1923), *Currency and Credit*, Longmans & Green.

Hellwig, M. (1989), "Asymmetric Information, Financial Markets, and Financial Institutions", *European Economic Review*, 33.

Hellwig, M. (1991), "Banking, Financial Intermediation, and Financial Insitutions", in Mayer, C., Giovannini, A. (ed.), *European Financial Integration*, Cambridge University Press.

Hicks, J. (1982), "The Foundations of Monetary Theory", in Hicks, J., *Money Interest and Wages. Collected Essays in Economic Theory, vol. II*, Basil Blackwell, Oxford.

Hicks, J. (1989), *A Market Theory of Money*, Clarendon Press, Oxford.

Hoover, K.D. (1988a), *The New Classical Macroeconomics*, Basil Blackwell, Oxford.

Hoover, K.D., (1988b), "Money, Prices and Finance in New Monetary Economics", *Oxford Economic Papers*, 40.

Jappelli, T., Pagano, M. (1992), "Saving, Growth and Liquidity Constraints, *Cepr, Discussion Paper*, n. 662.

Kalecki, M. (1933), "Proba teorij konjunktury", trad. it. (1972) "Elementi di una teoria del ciclo", in Kalecki, M., *Studi sulla teoria dei cicli economici 1933-1939*, Il Saggiatore, Milano.

Kalecki, M. (1935), "The mechanism of the business upswing", trad. it. (1972), "Il meccanismo dell'ascesca ciclica", in Kalecki, M., *Studi sula teoria dei cicli economici 1933-1939*, Il Saggiatore, Milano.

Keynes, J.M. (1930), *A Treatise on Money*, Macmillan, London, trad. it. (1979), *Il trattato della moneta*, Feltrinelli, Milano.

Keynes, J.M. (1937), "The General Theory of Employment", *Quarterly Journal of Economic*, 51.

Klein, M.A. (1973), "The Economics of Security Divisibility and Financial Intermediation", *The Journal of Finance*.

Landi, A., Onado, M. (1993), "Banche, intermediari finanziari e legislazione antitrust", *Banca Impresa Società*, n. 1.

Lavoie, M. (1984), "The Endogenous Flow of Credit and the Post-Keynesian Theory of Money", *Journal of Economic Issues*, 3.

Lavoie, M. (1992), *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*, Edward Elgar, Aldershot.

Le Bourva, J. (1962), "Création de la monnaie et multiplicateur du crédit", *Reveu économique*, january, parzialmente tradotto in, "Money Creation and Credit Multipliers", *Review of Political Economy*, 1992, 4.

Leland, H.E., Pyle, D.H. (1977), "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *The Journal of Finance*, n. 2.

Lévy-Leboyer, M. (1979), "Investimenti e sviluppo economico in Francia, 1820-1930", in *Storia Economica Cambridge, vol. 7*, L'età del capitale. Gran Bretagna, Francia, Germania, Scandinavia*, Einaudi, Torino.

Lewis, M. (1992), "Modern Banking in Theory and Practice", *Reveu Economique*, n. 2.

Lugli, L. (1939a), "La funzione dinamica del credito in Schumpeter e Hahn", *Giornale degli Economisti.*

Lugli, L. (1939b), *Economia monetaria e economia creditizia*, Giuffrè, Milano.

Lugli, L. (1939c), "Recenti pubblicazioni: <<Economia monetria e economia creditizia>>", *Giornale degli economisti.*

MacLeod (1855), *Theory and Practice of Banking.*

Macchiati, A. (1992), *Decisioni finanziarie e mercati dei capitali*, il Mulino, Bologna.

Marotta, G., Pittaluga, G.B. (1993a), "Introduzione", in Marotta G., Pittaluga, G.B. (a cura di), *La regolamentazione degli intermediari bancari*, il Mulino, Bologna.

Marotta, G., Pittaluga, G.B. (1993b), *La regolamentazione degli intermediari bancari*, il Mulino, Bologna.

Marselli, R. (1991), "Bank Reserves and Credit-Money Endogeneity. The Italian Experience", *Studi Economici*, n.2.

McKinnon, R.I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington.

Messori, M. (1989), "Agenti e mercati in uno schema periodale", in Messori, M. (a cura di), *Moneta e produzione*, Einaudi, Torino.

Messori, M., Tamborini, R. (1993), "Money, Credit and Finance in a Sequence Economy. Foundations of a Macroeconomic Model", *Discussion Papers*, n. 20, Dipartimento di Scienze Economiche, Università degli Studi di Roma "La Sapienza".

Meulendyke, AM. (1988), "Can the Federal Reserve Influence whether the Money Supply is Endogenous? A Comment on Moore", *Journal of Post Keynesian Economics*, n. 3.

Minsky, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press.

Moore, B.J. (1986), "How Credit Drives the Money Supply: The Significance of Institutional Developments", *Journal of Economic Issues*, June.

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

Moore, B.J. (1991), "Has the Demand for Money Been Mislaid? A Reply to "Has Moore Become Too Horizontal", *Journal of Post Keynesian Economics*, n. 1.

Nardozzi, G. (1990a), "Sulla dinamica strutturale dei sistemi finanziari", in Quadrio Curzio, A., Scazzieri, R. (a cura di), *Dinamica economica strutturale*, il Mulino, Bologna.

Nardozzi, G. (1990b), "Structural Evolution of Finanzial Systems in the 80's: From its Determinants to its Possible Outcome", *BNL Quarterly Review.*

Niggle, C.J. (1991), "The Endogenous Money Supply Theory: An Institutionalist Appraisal", *Journal of Economic Issues*, n. 1.

Onado, M. (1992), *Economia dei sistemi finanziari*, il Mulino, Bologna.

Pagano, M. (1993), "Financial Markets and Growth. An Overview", *European Economic Review*, 37.

Parguez, A. (1994), "Debts and Savings or the Scourge of the Search for Sound Finance", *Economies et Sociétés*, gennaio-febbraio.

Pierce, D.G., Tysonne, P.J. (1985), *Monetary Economics: Theories, Evidence and Policy*, second ed., Butterworths.

Pollin, R. (1991), "Two Theories of Money Endogeneity: Some Empirical Evidence", *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring, 3.

Rasmusen, E. (1989), *Games and Information. A, Introduction to Game Theory*, Blackwell, Oxford.

Richardson, D.R. (1986), "Asimakopulos on Kalecki and Keynes on Finance, Investment and Saving", *Cambridge Journal of Economics*, 10.

Robertson, D.H. (1926), *Banking Policy and the Price Level*, A.M. Kelley, New York, Staples Press, London.

Robertson, D.H. (1928), "Theories of Banking Policy", *Economica*, June.

Sabani, L. (1993), "Asimmetrie informative e teoria dell'intermediazione finanziaria", *Note Economiche*, XXIII, n. 1.

Saint-Paul, G. (1992), "Technological Choice, Financial Markets and Economic Development", *European Economic Review*, 36.

Santarelli, E. (1984), L'influsso dell'analisi schumpeteriana della funzione imprenditoriale e del credito nel pensiero economico italiano tra le due guerre", *Giornale degli Economisti.*

Schneider, E. (1965), *Einführung in die Wirschaftstheorie, III, Geld, Kredit, Volkseinkommen un Besschäftingung, Money, Income and Employment*, Tübingen, trad. it., *Moneta, Rediito, Occupazione*, 1972, Einaudi, Torino.

Schumpeter, J.A. (1917), "Das Sozialprodukt und die Rechnenpfennige. Glosse und Beirtrage zur Geldtheorie von Heute", *Archiv fur Sozialwissenschaft un Sozialpolitik*, vol. 44, trad. it. (1983), "proddotto sociale e unità di conto. (Chiose e

contributi alla teoria monetaria attuale), in Schumpeter, J.A., *Stato e inflazione*, Boringhieri, Torino.

Schumpeter, J.A. (1934), *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*, Duncker & Humblot, trad. it. (1977), *La Teoria dello sviluppo economico*, Sansoni, Firenze.

- Schumpeter, J.A (1954), *History of Economic Analysis*, Oxford University Press, tard. it. (1990), *Storia dell'analisi economica*, Bollati Boringhieri, Torino.

Schumpeter, J.A. (1970), *Das Wesen Des Geldes*, Vandenhoeck &Ruprecht, Gottingen, trad. it. (1991) *L'essenza della moneta*, Cassa di Risparmio di Torino, saggi di economia, n.3.

Snippe, J. (1985), "Finance, Saving and Investment in Keynes's Economics", *Cambridge Journal of Economics*, 9.

Stiglitz, J.E., Weiss, A. (1988), "Banks as Social Accountants and Screening Device for the Allocation of Credit", NBER, *Working Paper*, n. 2710.

Terlizzese, D. (1988), "Delegated Screening and Reputation in a Theory of Financial Intermediaries", *Temi di discussione del Servizio Studi della Banca d'Italia*, n. 111.

Terzi, A. (1986), "Finance, Investment and Savings: a Comment on Asimakopulos", *Cambridge Journal of Economics*, 10.

Terzi, A. (1986-87), "The Independence of Finance from Saving: A Flow-of-Funds Interpretation", *Journal of Post Keynesian Economics*, Winter, 2.

Terzi, A. (1989), "Three Questions on Finance", dattiloscritto.

Terzi, A. (1991), "Risparmio, credito e finanza dopo Keynes", in Kregel, J. (a cura di), *Nuove interpretazioni dell'analisi monetaria di Keynes*, il Mulino, Bologna.

Tobin, J. (1963), "Commercial Banks as Creators of Money", in Carson, D. (ed.), *Banking and Monetary Studies*, Homewood, Irwin, rist. in Williams, H.R., Woudenberg, H.W. (ed.) (1970), *Money, Banking and Monetary Policy*, Harper & Row Publishers, New York.

Tobin, J., Brainard, W.C. (1963), "Financial Intermediaries and the Effectivness of Monetary Controls", *American Economic Review*, 53.

von Mises, L. (1924), *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*, trad. ingl., *The Theory of Money and Credit*, Liberty *Classics*, Indianapolis, 1981.

Wicksell, K. (1898), *Geldinzs und Guterpreise*, G. Fischer Verlag, Jena, trad. it. (1977), *Interesse monetario e prezzi dei beni*, UTET, Torino.

Williamson, S.D. (1986), "Costly Monitoring, Financial Intermediation, and Equilibrium Credit Rationing", *Journal of Monetary Economics*, 18.

Williamson, S.D. (1987), "Costly Monitoring, Loans Contract, and Equilibrium Credit Rationing", *Quarterly Journal of Economics*, 102.

Withers, H. (1909), *The Meaning of Money. The British Money Market*, John Murray, London.

Wray, L.R. (1988), "Profit Expectations and the Investment-Saving Relation", *Journal of Post Keynesian Economics*, 1.

- Wray, L.R. (1990), *Money and Credit in Capitalist Economies. The Endogenous Money Approach*, Edward Elgar.

Yanelle, M.O. (1989), "The Strategic Analysis of Intermediation", *European Economic Review*, 33.

QUADERNI DEL DIPARTIMENTO DI ECONOMIA

N. 1 - Marco CRIVELLINI
"Vincoli organizzativi-imprenditoriali allo sviluppo: una stilizzazione all'approccio di Ancona", aprile 1983.

N. 2 - Paolo ERCOLANI
"Prezzi relativi e sviluppo economico: un'analisi dell'evidenza empirica", luglio 1983.

N. 3 - Riccardo MAZZONI
"Costi comparati e sviluppo regionale: un'analisi empirica", maggio 1984.

N. 4 - Paolo ERCOLANI
"Sviluppo economico e mutamenti di struttura", ottobre 1984.

N. 5 - Valeriano BALLONI
"Processi di integrazione nelle ristrutturazioni industriali", ottobre 1984.

N. 6 - Franco SOTTE, Luisa QUATTRINI, Simone RUSPOLI
"Indagine sulle tipologie aziendali nell'agricoltura delle Marche", maggio 1985.

N. 7 - Geminello ALVI
"Due scritti eterodossi sulla scienza in economia e la sua storia", maggio 1985.

N. 8 - Luca PAPI
"Scelte e conseguenze della politica monetaria del primo dopoguerra", giugno 1986.

N. 9 - Massimo TAMBERI
"Il modellaccio 2: analisi storica dei parametri diretti", febbraio 1988.

N. 10 - Luca PAPI
"Dynamic specification in U.K. Demand for Money Studies", marzo 1988.

N. 11 - Enzo PESCIARELLI
"Smith, Bentham and the Development of Contrasting Ideas on Entrepreneurship", giugno 1988.

N. 12 - Alessandro STERLACCHINI
"Progresso tecnico, attività innovative e crescita della produttività: approcci teorici a livello inter- industriale", ottobre 1988.

N. 13 - Carlo GIANNINI
"Cointegrazione, analisi di rango e stima consistente dello spazio di cointegrazione partendo dalle stime di un VAR in livelli", marzo 1989.

N. 14 - Carlo GIANNINI, Rocco MOSCONI
"Non stazionarietà, integrazione, cointegrazione: analisi di alcuni aspetti della letteratura recente", marzo 1989.

N. 15 - Valeriano BALLONI
"Strutture di mercato e comportamento strategico delle imprese. Il caso dell'industria americana degli elettrodomestici", 1989.

N. 16 - Mauro GALLEGATI, Massimo TAMBERI
"Divergent Trajectories in Europe: An Analysis of the Recently Developed Countries", ottobre 1989.

N. 17 - Enrico SANTARELLI
"R & D, Innovation, and the Signalling Properties of the firm's Financial Structure", maggio 1990.

N. 18 - Daniela FELIZIANI
"Il dibattito internazionale sul tempo di lavoro: una nota introduttiva", settembre 1990.

N. 19 - Massimo TAMBERI
"Pionieri, Imitatori e Processi di Catching- up", novembre 1990.

N. 20 - Antonio Giulio CALAFATI
"Processo economico e ambiente naturale in K.W. Kapp", dicembre 1990.

N. 21 - Carlo GIANNINI
"Topics in Structural Var Econometrics", luglio 1991.

N. 22 - Andrea RICCI
"Il concetto di integrazione nella teoria economica: una breve rassegna critica", agosto 1991.

N .23 - Claudio CASADIO TARABUSI, Stefano BRESCHI
"A Selection Model of Economic Competition: The Role of Market Power and Technological Change", dicembre 1991.

N. 24 - Stefano STAFFOLANI
"L'inserimento professionale dei giovani diplomati in Italia e in Francia", dicembre 1991.

N. 25 - Enrico SANTARELLI, Alessandro STERLACCHINI
"Profili e determinanti settoriali della formazione di nuove imprese nell'industria italiana", aprile 1992.

N. 26 - Giorgio FUÀ
"Appunti sulla crescita economica", aprile 1992.

N. 27 - Stefano STAFFOLANI
"La flessibilità quantitativa nella gestione del fattore lavoro: una analisi teorica", aprile 1992.

N. 28 - Carlo GIANNINI, Antonio LANZAROTTI, Mario SEGHELINI
"A Traditional Interpretation of Macroeconomic Fluctuations: the Case of Italy", maggio 1992.

N. 29 - Riccardo MAZZONI
"I mercati locali del lavoro in Italia", luglio 1992.

N. 30 - Alessandro BARTOLA, Franco SOTTE, Giuseppe BUONCOMPAGNI
"L'AIMA", luglio 1992.

N. 31 - Renato BALDUCCI
"Crescita in regime di rendimento di scala costanti", febbraio 1993.

N. 32 - Carlo A. FAVERO
"Ottimizzazione intertemporale e metodi econometrici in economia", maggio 1993.

N. 33 - Alessandro BARTOLA, Franco SOTTE, Andrea FANTINI, Raffele ZANOLI
"L'agricoltura nelle Marche. Tendenze settoriali e politica agraria", maggio 1993.

N. 34 - Riccardo MAZZONI
Sviluppo economico e localizzazione produttiva, giugno 1993.

N. 35 - Alberto ZAZZARO
Costi di liquidità e costi di solvibilità: il ruolo delle banche locali nello sviluppo economico regionale, giugno 1993.

N. 36 - Domenico MIGNACCA
An Application of a Structural VAR Technique to Interpret UK Macroeconomic Fluctuations, giugno 1993.

N. 37- Stefano MANZOCCHI, Domenico MARINUCCI
Technology Adoption Under Strategic Complementarity: "Less" Information Can Do Better, giugno 1993.

N. 38 - Antonio G. CALAFATI
Scelta e Azione, giugno 1993.

N. 39 - Gabriele CATTAROZZI
Gestione delle obbligazioni e curva di inviluppo, luglio 1993

N. 40 - Alberto ZAZZARO
Le banche in un'economia regionale: una rassegna della letteratura, settembre 1993.

N. 41 - Alessandro VAGLIO
A model of the audience for TV broadcasting implications for advertising competition and regulation , ottobre 1993.

N. 42 - Carlo A. FAVERO, Riccardo LUCCHETTI
Output, interest rates and the monetary trasmission mechanism: some empirical evidence for Italy, ottobre 1993.

N. 43 - Riccardo LUCCHETTI
Modelli in differenze con errori di misura, 1993.

N. 44 - Stefano STAFFOLANI
Lavoro a turni e durata di utilizzo del capitale, novembre 1993.

N. 45 - Alessandro STERLACCHINI
La ricerca universitaria in Italia, novembre 1993.

N. 46 - Daniela FELIZIANI
Organizzazione e regolamentazione degli orari di lavoro nei paesi industrializzati, marzo 1994.

N. 47 - Alessandro STERLACCHINI
The birth of new firms in Italian manufacturing, marzo 1994.

N. 48 - Franco SOTTE, Giuseppe BUONCOMPAGNI
An overview on public transfers in the Italian Agricultural Policy, marzo 1994.

N. 49 - Pietro ALESSANDRINI, Anrea RICCI
Squilibri demografici e scarsità di risparmio nell'economia mondiale, marzo 1994.

N. 50 - Alberto ZAZZARO
La specificità delle banche: teorie ortodosse e teorie eterodosse a confronto, maggio 1994.

