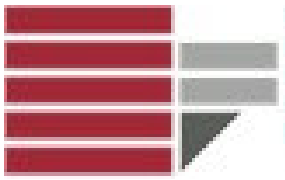
UNIVERSITA' DELLA CALABRIA



Dottorato di Ricerca in "Economia Applicata"

XVI Ciclo

Tesi di Dottorato

Finanza, Crescita e Sviluppo Economico: Aspetti Teorici ed Empirici.

Settore disciplinare: SECS-P/01

Coordinatore

Prof. Vincenzo Scoppa

Supervisore

Prof. Antonio Lopes

Candidato

Dott. Salvatore Perri

Indice I

Introduzione 1

Capitolo 1: ***Il rapporto finanza, crescita e sviluppo economico : una rassegna critica.***

1.1 Il rapporto tra Finanza e Sviluppo Economico: i termini del dibattito 7

1.2- Il rapporto Finanza-Sviluppo: gli approcci deterministici 10

1.2.1. La new view 13

1.2.2. La teoria delle asimmetrie informative 16

1.3 Gli approcci non-deterministici 20

1.3.1. L' approccio delle fasi tecnologiche 21

1.3.2. L' approccio del rischio 23

1.3.3. Gli approcci di lungo periodo, sistemi legali e sistema finanziario 25

1.4 L'Approccio regionale allo studio del nesso fra intermediazione finanziaria e crescita economica 28

1.5 Alcune considerazioni conclusive sull'analisi della letteratura del rapporto finanza-crescita 36

1.6. Il rapporto tra sistema finanziario e crescita economica nell'analisi empirica 39

1.6.1. L'evoluzione della ricerca empirica: la dinamica 41

1.7. L'origine delle ricerche empiriche 43

1.7.1. Il settore finanziario come determinante della crescita 44

1.7.2. Critiche alle analisi econometriche tradizionali 47

1.7.3. Sviluppi delle indagini empiriche 48

1.8.Bank-based o market-oriented? 53

1.9. Evoluzione storica dei sistemi finanziari, origine coloniale, legale e performance del sistema 56

1.10. Approcci empirici allo studio del rapporta finanza-crescita

in una prospettiva regionale 60
1.11. Gli elementi di criticità nello studio del nesso finanza-crescita nei contributi di Morrison, Favara, Rioja e Valev 63
1.12. Considerazioni conclusive sull'evoluzione della letteratura empirica 65

Capitolo 2: ***Il rapporto finanza, crescita e sviluppo economico: proposte ed elementi per un'analisi comparativa.***

2.1.Introduzione 69
2.2. Elementi generali dell'analisi comparativa fra sistemi finanziari 72
2.3. Proposte per la comparazione dei sistemi finanziari 74
2.4. Proposte di comparazione: origine del sistema finanziario, interna o esterna al sistema economico 77
2.5. Origine del sistema legale-finanziario: un confronto tra le analisi di Acemoglu e quella di La Porta 81
2.6. La stabilità come criterio unificante 85
2.7. Indicatori contemporanei di stabilità e nesso causale 86
2.7.1 Il tasso di interesse 87
2.7.2 Livello dei prezzi e inflazione 91
2.8. L'importanza delle riserve bancarie liquide come indicatore di stabilità 94
2.9. Verso un superamento della dicotomia tra sistemi orientati alle banche e sistemi orientati ai mercati 96
2.10. Conclusioni 98

Capitolo 3*: Il rapporto finanza-sviluppo: un'analisi empirica a livello internazionale.*

3.1.Introduzione 102
3.2. L'evoluzione della letteratura empirica, cenni 103
3.3. La descrizione dei dati e delle variabili esplicative 108

3.4. L' approccio econometrico 113
3.5. I risultati 120
3.6. Conclusioni 127

Capitolo 4: ***Finanza crescita e sviluppo economico: l'impatto delle trasformazioni del sistema bancario sulla crescita economica nelle regioni italiane (1989-2007).***

4.1.Introduzione 131
4.2. Benefici della prospettiva regionale nello studio del rapporto fra finanza e crescita 132
4.3. Alcune considerazioni sulle trasformazioni del sistema finanziario Italiano e della struttura produttiva tra il 1989 ed il 2007: evoluzione e coevoluzione 133
4.4. Specificazione empirica: la relazione tra intermediazione bancaria e crescita 137
4.5. I dati 142
4.6. I risultati 144
4.7.Conclusioni 152

Conclusioni **154**

Appendice 3.1 158
Appendice 3.2 160
Appendice 3.3 162

Bibliografia **164**

Introduzione.

Sin dagli albori della scienza economica, il rapporto fra sistema finanziario e sviluppo economico è stato (ed è tuttora) uno dei temi di maggiore rilevanza nella letteratura. Tale rilevanza non è determinata da analisi congiunturali, o dal dibattito relativo all'analisi delle diverse politiche economiche. Il rapporto fra settore finanziario e settore reale è un tema di straordinario interesse scientifico, poiché è caratterizzato da un livello altissimo di complessità, la quale influenza sia le analisi teoriche che quelle empiriche.

La principale determinante della complessità di questi studi si può riassumere in un termine: interdipendenza.

Il settore finanziario può favorire un maggior livello di crescita economica, è essenziale per il funzionamento ordinario del sistema economico, tuttavia esso stesso è il risultato di dinamiche di lungo periodo, dinamiche relative alla nascita ed al funzionamento delle istituzioni di uno stato (anche quelle finanziarie).

Se il settore reale di un paese entra in crisi il sistema finanziario ne risente e può esserne travolto, così come una acuta crisi finanziaria può avere ripercussioni durevoli sulle imprese e sui consumatori.

Queste argomentazioni, apparentemente intuitive, spiegano gran parte delle difficoltà riscontrate dalla letteratura nel riuscire a descrivere in modo esaustivo il legame tra finanza e crescita.

L'evoluzione della letteratura teorica ed empirica hanno influenzato la struttura e lo spirito del presente lavoro. I modelli economici hanno lo scopo di fornire una descrizione accurata del funzionamento del sistema finanziario e le interazioni (meccanismi di trasmissione) con il settore reale. Il sistema finanziario, tuttavia, è anch'esso il risultato di un processo di lungo periodo collegato intrinsecamente al processo di sviluppo economico. Pertanto, in quest'ottica, è possibile che una

rappresentazione del legame tra finanza e crescita si addica perfettamente ad una tipologia di sistema economico e non trovi riscontro negli altri.

Il presente lavoro si propone come primo obiettivo quello di offrire una ricognizione critica della letteratura, contestualizzando i singoli risultati empirici all'interno di una descrizione del legame tra finanza e crescita, che metta al centro dell'attenzione le diversità fra i sistemi economici. Tali diversità possono spiegare gli impatti differenziati della finanza sulla crescita, evidenziati dalla letteratura empirica recente.

La diversità, in questo contesto, non è un elemento necessariamente negativo.

I risultati differenti ottenuti possono segnalare l'esistenza di variabili in grado di influenzare sia il sistema finanziario che quello reale, l'ampiezza e la frequenza degli shocks possono condizionare l'esistenza stessa del legame.

Pertanto si è deciso di incentrare la seconda parte dell'analisi attorno al concetto di stabilità sistemica, intesa come capacità degli operatori di effettuare previsioni consistenti sul valore delle variabili decisionali (ad esempio del tasso d'interesse reale). Dopo aver affrontato i principali problemi emersi dall'analisi della letteratura, si ritiene di analizzare (sul piano teorico), il ruolo della stabilità sistemica nello spiegare i diversi risultati della letteratura empirica, e gli indicatori attraverso i quali può essere possibile "quantificare" l'instabilità.

Nello specifico il lavoro è strutturato come segue: nel capitolo 1 viene effettuata una rassegna teorica ed empirica che mette in evidenza i maggiori aspetti di dibattito sul tema finanza-crescita, offrendo al tempo stesso le prime chiavi di lettura per contestualizzare i vari studi.

Nella prima parte del capitolo viene analizzata la letteratura teorica, mentre nella seconda si analizza l'evoluzione delle tecniche econometriche ed il dibattito sui risultati empirici.

La separazione delle due parti della letteratura è determinata dalla necessità di descrivere le prime fasi del dibattito teorico. Nella letteratura recente i contorni fra ricerca teorica e ricerca empirica diventano via via più sfumati fino a scomparire, in quanto nei lavori recenti ogni nuova interpretazione viene sottoposta ad una verifica empirica.

Entrando nello specifico, secondo una visione "classica" della letteratura teorica, si sostiene che un sistema finanziario efficiente può essere un "buon predittore" del livello di crescita futura (Beck and Levine, 2002). L'obiezione più forte che viene rivolta a questi studi, è che sistema finanziario e sistema economico possono essere risultati dello stesso processo. La difficoltà di stabilire un nesso causale univoco fra le due grandezze ha comportato il proliferare (giustificato) degli studi sul tema.

L'ausilio delle nuove tecniche econometriche, reso necessario dalla pluralità di posizioni teoriche fra loro irriducibili, ha costituito un considerevole passo in avanti nel definire i rapporti fra le variabili economiche e finanziarie, affiancando il dibattito fra econometrici[1] al dibattito fra economisti teorici.

In questo processo evolutivo si possono individuare due fasi dal punto di vista dei risultati ottenuti. Una prima, che considera principalmente i paesi sviluppati e che conferma il legame positivo tra sviluppo del sistema finanziario e livello di crescita economica[2]. Da questo risultato (apparentemente acclarato) scaturisce la necessità di distinguere quale sia la morfologia di sistema finanziario auspicabile, se quella orientata ai mercati (di derivazione anglosassone) oppure quella orientata alle banche (tipica dei sistemi economici in ritardo di sviluppo e ad alto livello di intervento statale).

A questo punto i filoni della letteratura si dividono, tra coloro che sostengono la superiorità dell'intermediazione di mercato, e coloro che sostengono la necessità dell'intermediazione bancaria in contesti caratterizzati da asimmetrie informative e da un volume insufficiente di informazioni. Nonostante che, in questa prima fase, il legame fra finanza e crescita fosse confermato restava insoluto il nodo relativo al nesso causale, ovvero stabilire se il sistema finanziario offrisse o meno un contributo autonomo allo sviluppo economico[3]. Da qui prende le mosse la seconda fase (tuttora in atto) nella quale la nuova disponibilità di dati riferiti a paesi in via di sviluppo, e l'affinamento delle tecniche econometriche, rendono

[1] Si va dalla scelta sull'utilizzo di una tipologia di dati (Cross Section o Time Series) alla scelta dello stimatore adeguato, si veda a tal proposito Aretis e Demetriades (1997), nonché la recente ricognizione di Favara(2004).

[2] Levine e Beck (2002), Levine e Zervos (1998).

[3] Rajan e Zingales (1998).

possibili ulteriori analisi. Il quadro tuttavia anziché divenire più chiaro ha continuato a complicarsi, e i risultati continuano a dare risposte contrastanti. Sono emersi studi che individuano il legame, il nesso causale e i meccanismi di trasmissione fra sistema finanziario e settore reale, ed altri che invece non individuano nemmeno il semplice legame[4].

A questo punto, per rispondere ai quesiti, si ritorna metaforicamente indietro (alla teoria) e nel capitolo 2 si analizzano i possibili elementi di distorsione delle analisi empiriche passate, che vengono ricondotte (secondo un filone della letteratura) alle diversità intrinseche dei sistemi economici.

Si conviene, che il sistema legale ed il suo buon funzionamento favorisca la stabilità del sistema economico, in senso generale. Si conviene altresì, che i traumi che intercorrono all'interno di un paese (siano essi di qualsiasi natura) possano provocare sconvolgimenti socio-economici tali da rendere reversibile il processo di sviluppo economico. Il sistema finanziario è un meccanismo molto delicato, essenzialmente fiduciario, il trasferimento di risorse finanziarie include molti livelli di fiducia, tra individuo ed istituzione finanziaria, tra individuo e organismi di vigilanza e controllo (essenzialmente l'insieme delle norme e lo Stato stesso). La colonizzazione viene individuata come una delle forme maggiormente traumatiche a cui sono stati sottoposti alcuni paesi nella storia economica moderna[5]. A tali eventi traumatici, ed al rapporto fra colonizzatori ed istituzioni (anche consuetudinarie) preesistenti, si può ricondurre il livello di condivisione delle istituzioni successive, e di conseguenza, del livello di fiducia dei singoli operatori nelle norme (e nello Stato) .

Generalizzando questo concetto si può affermare che il livello di stabilità (di contesto) favorisce il regolare svolgersi degli scambi (sia economici che finanziari) e che questo spieghi gran parte dei risultati ottenuti da chi ha analizzato, fondamentalmente, solo i paesi sviluppati.

Alla luce di questi elementi appare necessario proporre dei criteri di comparazione che tengano conto delle peculiarità dei vari contesti economici, ed

[4] Morrison (2001).
[5] Acemoglu et al.(2000).

una volta costruiti criteri di ripartizione coerenti, ricercare all'interno di essi le relazioni fra sistema finanziario e sistema economico. A questo scopo, sempre all'interno del capitolo 2, vengono analizzati gli indicatori economici dell'instabilità proposti in letteratura, e viene introdotto, sul piano teorico, il livello delle riserve liquide detenute dalle banche come possibile indicatore alternativo di instabilità.

Sulla base di queste argomentazioni, nel capitolo 3, vengono proposte delle verifiche empiriche su un campione di paesi a livello internazionale.

La verifica empirica a livello internazionale si caratterizza, rispetto ai lavori recenti, per tre elementi, tutti desunti dall'analisi condotta nei capitoli precedenti.

In primo luogo viene utilizzato uno stimatore ad effetti fissi, il Least Square Dummy Variable applicato ai tassi di crescita delle variabili considerate, che ci consente di valutare il rapporto finanza-crescita al netto del c.d. "effetto paese".

In secondo luogo, vengono considerati i risultati della specificazione comprendente tutti i paesi disponibili, e confrontata con i risultati di specificazioni che suddividono i paesi sulla base delle ripartizioni proposte nel capitolo 2. In particolare, viene valutato l'impatto delle variabili finanziarie sulla crescita economica per sottogruppi con un grado maggiore di omogeneità (per area geografica e livello di sviluppo economico). In terzo luogo viene proposto, in tutte le specificazioni, un indicatore alternativo di instabilità, ovvero il coefficiente di riserva, che indica il volume di liquidità detenuta dalle banche per prevenire i rischi sistemici.

Successivamente, nel capitolo 4, viene proposta un ulteriore indagine empirica a livello regionale (utilizzando come campione le 20 regioni italiane). Lo studio del rapporto fra finanza e crescita in una prospettiva regionale riveste un sempre crescente interesse nel recente dibattito scientifico. La prospettiva regionale consente un maggiore grado di accuratezza nell'analisi, sia per la maggiore disponibilità di dati specifici, sia per la possibilità di considerare costanti un gran numero di elementi che invece possono provocare distorsioni nel confronto fra paesi (sistema normativo, dinamiche macroeconomiche di medio termine, morfologia del settore finanziario). Nello specifico questa analisi empirica

analizza l'impatto delle variabili finanziarie nella spiegazione dei divari regionali, in termini di PIL, Risparmio ed Investimento (in una funzione che contiene anche le variabili di ordine reale comunemente utilizzate nella letteratura sulla crescita).

Vengono, inoltre, analizzate le stesse specificazioni nel breve e nel lungo periodo per verificare se l'impatto della finanza sulla crescita, risenta del ciclo economico. Lo stimatore utilizzato è noto in letteratura come GMM-DIF (stimatore GMM dinamico alle differenze, Arellano e Bover, 1995; Blundell e Bond, 1997). L'utilizzo di questo stimatore consente di sfruttare le proprietà degli stimatori alle differenze combinate con l'utilizzo di panel dinamici.

In conseguenza della varietà degli argomenti trattati si è ritenuto opportuno di presentare ogni parte con introduzioni e conclusioni autonome, mentre in chiusura del lavoro viene presentata una breve conclusione generale.

Capitolo1

Il rapporto finanza, crescita e sviluppo economico : una rassegna critica.

1.1. Il rapporto tra Finanza e Sviluppo Economico: i termini del dibattito.

Nella letteratura economica il ruolo dello sviluppo finanziario in rapporto alla crescita economica, ha da molti anni assunto un ruolo di primaria importanza[6]. Nel dibattito teorico le riflessioni sullo sviluppo dei sistemi finanziari e la crescita economica, si sono concentrate soprattutto su tre aspetti fondamentali:

- il nesso tra sviluppo reale e sviluppo finanziario;
- le fasi dello sviluppo finanziario, in rapporto alle dinamiche dello sviluppo economico;
- il confronto fra sistemi finanziari orientati alle banche e sistemi orientati ai mercati.

Il legame fra sviluppo economico e sviluppo finanziario è stato considerato innegabile da un'intera generazione di economisti (Meier e Seers 1984, Lucas 1988), tanto da far affermare a Merton Miller nel 1988 che tale proposizione è un ovvio prerequisito per una "seria"[7] discussione sul tema.

[6] Come si evince dagli studi di Cameron (1967), Goldsmith (1969) e McKinnon (1973) che riprendono ed ampliano i contributi proposti dai pionieri dell'Economia Politica come Schumpeter.
[7] A tal proposito viene proposta una vasta rassegna in Levine (2004).

Una pluralità di modelli teorici sono stati costruiti per spiegare l'influenza del settore finanziario sul tasso di crescita del reddito pro capite[8] (Bencivenga e Smith 1991, Grenwald e Stigliz 1989, Greenwood e Jovanovic 1990).

Diretta conseguenza di questi studi è il filone che indaga la direzione del nesso causale, e ripropone un'antica contrapposizione fra scuola neoclassica e Keynesiana. Si tratta di chiarire se è lo sviluppo finanziario a promuovere quello economico, in un'ottica Schumpeteriana oppure, (utilizzando le argomentazioni di J.Robinson, 1952) se è la richiesta di capitali da parte degli investitori che determina l'accelerazione dello sviluppo delle varie forme di intermediazione finanziaria. Il punto, tuttora, è estremamente controverso soprattutto perché le risultanze empiriche sono discordi. Questo ha fatto sì che gran parte del dibattito empirico negli ultimi anni, si sia soffermato proprio sulla ricerca della direzione del nesso di causalità, data la convergenza delle varie teorie sull'esistenza del legame.

L'importanza degli studi sul tema della direzione del nesso fra finanza e sviluppo, riveste grande rilevanza non solo da un punto di vista esclusivamente teorico, quanto per le implicazioni di politica economica che possono derivare dalla prevalenza di una delle due principali interpretazioni.

Se la finanza ha un ruolo autonomo nel favorire la crescita economica, il ruolo della politica economica sarebbe quello di favorire la localizzazione di intermediari nelle aree a bassa crescita[9], oppure di favorire le condizioni[10] per l'esistenza di mercati finanziari in grado di mobilitare il risparmio.

Se, per contro, si aderisce all'impostazione Keynesiana considerando il settore finanziario come "prodotto" della crescita del settore reale, la politica economica

[8] Molti altri indicatori sono utilizzati a questo scopo, tra i più utilizzati: il tasso di crescita del reddito, il tasso di crescita degli investimenti privati.

[9] Tale visione ha consentito nell'esperienza Italiana la creazione di istituti bancari a prevalenza di capitale pubblico, localizzati al fine di perseguire l'obiettivo dello sviluppo delle aree a basso reddito. Tali istituti si caratterizzavano per una politica dei tassi d'interesse non strettamente collegata a logiche di mercato, bensì a politiche atte a favorire lo sviluppo locale (P. Sapienza 2000).

[10] Dal punto di vista normativo la definizione dei requisiti di accesso al finanziamento diretto da parte delle imprese, sul piano istituzionale la predisposizioni di organismi di controllo in grado di garantire l'effettività delle norme.

dovrebbe orientarsi alle variabili di ordine reale, e l'intervento concernente le variabili finanziarie dovrebbe limitarsi al livello normativo generale[11].

Conoscere il verso della relazione, consentirebbe anche di interpretare e quindi di reagire agli shocks esogeni, un sistema finanziario potrebbe essere un amplificatore delle crisi o un elemento stabilizzatore a seconda che la natura delle crisi, sia determinata da variabili reali o da variabili puramente finanziarie.

Ulteriori evidenze empiriche hanno imposto una rivisitazione delle teorie precedenti. In particolare, si è affermata una visione del rapporto finanza-crescita più complessa, in cui il legame non viene negato, ma viene considerato anch'esso come il risultato di un processo dipendente da fattori specifici e mutevoli da contesto a contesto. La capacità del sistema finanziario di favorire la crescita, non sarebbe "isolabile" dall'insieme degli altri elementi che spiegano le dinamiche di sviluppo economico del sistema economico reale (Allen 1993, Allen e Gale 1994 e Ferri, Morelli e Pittaluga 1997).

Questa critica ha riaperto ed ampliato i termini della discussione, in particolare inserendo nel dibattito gli aspetti storici, socio-politici ed istituzionali, che hanno caratterizzato l'evoluzione di lungo periodo dei sistemi economici (Acemoglu e Zilibotti 1997, 1999 Boyd e Smith 1996).

La letteratura economica, di conseguenza, si è divisa in due principali filoni. Per la scuola teorica della cosiddetta New View e per la scuola che si rifà al concetto di Asimmetrie Informative, la relazione fra settore finanziario e settore reale esiste ed è diretta, ciò non sta a significare che sia assunto aprioristicamente il verso del legame, ma che variazioni dell'uno hanno certamente effetti sull'altro. A questa visione, considerata come "Deterministica"[12] dalla letteratura, si contrappone quella che si propone di considerare il legame finanza-crescita come influenzato, in misura variabile, da fattori riguardanti la struttura del sistema produttivo o da fattori istituzionali e socio-politici. Questo filone di letteratura non nega la possibile esistenza del legame, ma ne subordina intensità e verso a condizioni che riguardano le caratteristiche dei processi produttivi prevalenti in

[11] Al controllo della politica monetaria e della stabilità dei prezzi.
[12] Manzocchi e Padovan (2004).

un determinato sistema economico (approccio delle c.d. Fasi Tecnologiche), oppure ad altre caratteristiche endogene del sistema economico analizzato, come la distribuzione ed il grado del rischio prevalente in una società (la c.d. Teoria del Rischio).

Sempre nell'ambito dei modelli "Non Deterministici", è stata proposta una differente interpretazione cioè quella relativa ad un andamento congiunto delle due macrovariabili determinata dal contesto istituzionale, storico e geo-politico. Secondo queste scuole di pensiero (c.d. Neo Strutturaliste) l'evoluzione di un particolare sistema economico ha dei caratteri irriducibili di unicità, per cui appare arduo confrontare sistemi che possono essere collocati a molta distanza l'uno dall'altro (sia dal punto di vista dello sviluppo economico, che dal punto di vista dell'evoluzione delle istituzioni finanziarie e non). Oppure, rileggendo in un altro modo, gli elementi che differenziano i vari sistemi sono di gran lunga maggiori rispetto agli elementi che li accomunano. Non sarebbe quindi possibile trattare congiuntamente realtà con dinamiche molto differenti, o quantomeno non potrebbero estrapolarsi da queste analisi considerazioni di carattere generale.

Da sottolineare il diverso ruolo che riveste, nei due approcci, il confronto fra sistemi orientati alle banche e sistemi orientati ai mercati. Nei modelli deterministici, data per acquisita l'esistenza del legame, la maggiore efficienza di una tipologia di intermediazione, assume le caratteristiche di una ricerca della forma di intermediazione superiore in senso assoluto. Nei modelli "Non Deterministici", la prevalenza di una o dell'altra forma di intermediazione, come il legame tra finanza e crescita, sarebbe il risultato di un processo. In quest'ottica, che può definirsi "funzionale", non sarebbero determinanti ai fini dell'efficienza del sistema finanziario, le caratteristiche morfologiche dello stesso.

1.2 Il rapporto Finanza-Sviluppo: gli approcci deterministici.

I contributi teorici, che vengono ricondotti alla classe dei modelli "Deterministici", si caratterizzano per l'attribuzione al sistema finanziario di un ruolo molto importante nella determinazione del reddito di un sistema economico.

Ad esempio Levine (1991), costruisce un modello di crescita endogena al fine di ricavare il tasso di crescita del reddito, in un contesto biperiodale, prima nel caso di assenza del mercato di capitali e successivamente ricavando lo stesso equilibrio dopo aver introdotto anche i mercati finanziari.

L'equilibrio in assenza di mercati finanziari è rappresentato dall'equazione 1.1[13]

$$g_y = H\rho\left[\frac{n(\lambda-1)}{(R-n)+\lambda(n-x)}\right] \qquad (1.1)$$

mentre introducendo i mercati finanziari il tasso di crescita del reddito in equilibrio diviene quello che è rappresentato dalla 1.2[11]

$$g_y^s = H\pi^{-\delta}\rho\frac{\varepsilon\pi}{1-\pi+\varepsilon\pi} \qquad (1.2).$$

Confrontando il tasso di crescita nei due casi, emergono due canali attraverso i quali i mercati finanziari influenzano la crescita: in primo luogo attraverso un incremento dell'efficienza dell'impresa, in secondo luogo la presenza del mercato finanziario elimina il problema della liquidazione "prematura" degli investimenti.

Gli approcci deterministici si caratterizzano sul piano metodologico dal confronto fra situazioni in assenza di sistemi finanziari, i c.d. regimi di autarchia finanziaria, e situazioni nelle quali i sistemi finanziari intervengono ad allocare il risparmio.

---

[13] Dove g_y è il tasso di crescita del prodotto, H è il tasso di accumulazione di capitale umano, θ è la quota di produzione che va all'imprenditore, ψ è il peso del fattore lavoro nell'impresa, x è la quota del valore dell'impresa detenuta in forma liquida, π è la probabilità che l'investimento venga liquidato prematuramente rispetto alla scadenza, ε è la quota marginale di profitti acquisita dagli individui, λ è la frazione di risorse allocate presso l'impresa, $R = H\theta\psi$, n è il risultato in termini di beni ottenuto dagli investimenti nei periodi precedenti, $\rho = (1-\theta)\pi^{\theta}$.

Date queste premesse, si determina da parte di questo filone teorico, un'attenzione maggiore, al confronto fra sistemi orientati alle banche e sistemi orientati ai mercati.

La considerazione che il legame esista a prescindere dalle peculiarità dei sistemi economici, sposta l'oggetto d'analisi verso l'efficacia delle tipologie di intermediazione; efficacia, che invece può essere considerata come mutevole a seconda del livello di sviluppo economico, e quindi della complessità del sistema economico generale.

Nel modello neoclassico di base la moneta è un velo e la finanza riflette esclusivamente la sottostante economia reale, inoltre vige l' assenza di costi di informazione. A queste ipotesi si rifà l'approccio della cosiddetta New View. Se la struttura finanziaria è "modellata" dalla struttura reale, la prima riflette la crescente complessità dei sistemi economici nelle diverse fasi dello sviluppo. Sulla base di tali premesse, la New View traccia il percorso e definisce le fasi dello sviluppo finanziario. A conclusioni diverse da quelle della New View si perviene se si rimuove l' ipotesi di assenza dei costi di informazione, ipotesi alla quale si rifà la scuola teorica delle Asimmetrie Informative. In questo caso il nesso causale non procede più dallo sviluppo reale a quello finanziario, ma in senso opposto, dallo sviluppo finanziario a quello reale. Infatti, strutture finanziarie che consentono di abbassare i costi di informazione, contribuiscono ad una migliore allocazione delle risorse e quindi a tassi di crescita più elevati. La distinzione tra le due posizioni, è alla base delle motivazioni che in letteratura hanno portato alla preferibilità del sistema finanziario orientato ai mercati piuttosto che quello orientato alle banche.

Adottando una semplificazione molto diffusa in letteratura, infatti, si possono individuare nella realtà due modelli principali: uno, tipico dei paesi anglosassoni, che prevede un ruolo centrale dei mercati e quindi del finanziamento diretto; un altro, diffuso invece nei paesi dell' Europa continentale e del Giappone, è basato sulle banche e sul finanziamento indiretto. Le argomentazioni pro e contro un determinato assetto, sono molteplici e teoricamente valide, può apparire utile

riconsiderare la questione in un'ottica di non contrapposizione. L'esistenza di un'intermediazione bancaria efficiente nel promuovere la crescita, non esclude l'insorgere di mercati di capitali, in cui gli intermediari siano anch'essi attori. Se si considera il legame finanza-crescita come prodotto di una dinamica di lungo periodo, è possibile comprendere come sistemi economici con analoghe forme di intermediazione finanziaria, ottengano risultati differenti in termini di crescita economica.

1.2.1 La New View.

Questo approccio prende le mosse dal modello di sviluppo dei sistemi finanziari proposto da Gurley e Shaw (1960) negli anni Sessanta, che si basa sulla teoria di diversificazione dei rischi di portafoglio, in base alla quale un sistema finanziario deve consentire la migliore ripartizione possibile dei rischi per l' investitore. Questa funzione può essere svolta, sia dalle banche che dai mercati, sia pure in momenti differenti dello sviluppo. In un primo momento, in cui il processo di industrializzazione di un paese è nelle fasi iniziali, il finanziamento più efficiente per le imprese è indiretto. In questa fase è infatti presumibile che per il singolo investitore sia difficile effettuare un' efficiente diversificazione del portafoglio. Le scelte di investimento disponibili sono limitate e spesso positivamente correlate; per di più i costi di transazione per ripartire i rischi sono decisamente elevati. In questo contesto le banche, potendo gestire un più ampio numero di rischi indipendenti, costituiscono il modello di finanziamento più efficace perché:

- facilitano l' attività di diversificazione dei rischi;
- beneficiano di economie di scala che abbassano i costi di transazione unitari.

Tuttavia, una volta superato lo stadio iniziale di sviluppo, per i teorici della New View, la crescita dei sistemi economici si associa a sistemi finanziari orientati ai mercati. In un' ottica di portafoglio, infatti, la crescente complessità del sistema economico comporta un aumento dei rischi indipendenti e una diminuzione del grado di correlazione tra le diverse attività, consentendo agli investitori una maggiore facilità nel diversificare i rischi. Ne consegue un incentivo al rapporto diretto tra datori e prenditori di fondi, e ne deriva anche la diffusione di nuovi strumenti finanziari, cui peraltro contribuisce anche una progressiva riduzione dei costi di transazione determinata dalle innovazioni tecnologiche. A questo va aggiunto il progressivo aumento della quantità e della qualità delle informazioni fruibili, anche dai singoli operatori, questo dovrebbe anch'esso contribuire a ridurre l'incentivo all'intermediazione. In questo contesto, il ruolo svolto dalle banche risulta indebolirsi progressivamente lasciando spazio ai mercati, perché secondo questa impostazione (di lungo periodo a fasi di sviluppo lineari e progressive) gli intermediari finirebbero per svolgere la sola funzione di trasformare i titoli emessi dalle imprese, in attività che meglio soddisfano le preferenze degli operatori finali. Di fatto le banche opererebbero soltanto trasferimenti di ricchezza e non sarebbero in grado di incrementarne l'ammontare.

Portando il ragionamento all'estremo, la presenza degli intermediari nel rapporto risparmio-investimento altro non farebbe che produrre un maggior costo del finanziamento, e quindi rappresenterebbe un ostacolo alla crescita. Riassumendo, secondo la New View, il legame tra struttura finanziaria e crescita, è caratterizzato da due elementi. Innanzitutto, è il grado di sviluppo dell'economia, e la conseguente presenza o assenza di rischi indipendenti, a determinare l'assetto del sistema finanziario. In secondo luogo, i diversi sistemi finanziari, più che come alternative, vanno intesi come stadi diversi di un unico processo evolutivo, che si muove dal sistema orientato alle banche verso quello orientato ai mercati. In proposito, Rybczynsky (1988) ha individuato tre fasi dello sviluppo finanziario. L'autore associa il sistema orientato alle banche alla transizione da

una economia agraria ad una industriale. In seguito, nella fase di maturità del sistema industriale, al finanziamento bancario si affianca quello diretto e subentra una graduale separazione tra proprietà e controllo delle imprese. In una terza fase, l'attività delle banche è rivolta in gran parte alla concessione di prestiti personali a privati e ad attività fuori bilancio, per contro il finanziamento alle imprese è affidato al finanziamento diretto da parte dei risparmiatori e o investitori istituzionali. A quest'ultimi, in particolare, è affidato il compito di guidare il processo di ristrutturazione del sistema industriale.

Estendendo l'analisi alla fase matura dei sistemi economici, si può ipotizzare che gli intermediari siano attori anche sui mercati con il ruolo di catalizzatori di risorse, da convogliare negli investimenti di mercato. Ad esempio, le banche possono costituire un polo di accumulazione di risorse finanziarie in grado di permettere l'acquisizione o il controllo di società, in quei mercati in cui la proprietà non sia fortemente polverizzata.

Dalla logica evolutiva della New View, derivano alcune indicazioni sia di politica finanziaria e bancaria, sia di politica economica. Le prime si riferiscono alle misure tese a favorire, o quantomeno a non ostacolare, il processo di disintermediazione. Ad esempio, secondo Rybczynsky (1988), è necessaria un adeguamento allo sviluppo dei nuovi strumenti finanziari e del quadro di regolamentazione, con un'attenzione particolare affinché i mercati, primario e secondario, si mantengano ampi e trasparenti. Dall'approccio della New View emergono anche le indicazioni di politica macroeconomica. Una politica economica più tollerante nei confronti dell'inflazione, per esempio, potrebbe favorire gli investimenti di mercato nella misura in cui, al crescere dell'inflazione, la domanda di moneta (e quindi di depositi) tende a diminuire e, di conseguenza, tende ad aumentare quella di titoli azionari. Questa argomentazione, tuttavia, è applicabile esclusivamente a quei sistemi che non abbiano nello stato stazionario un livello di inflazione fortemente variabile. L'approccio della New View ritiene che, nel lungo periodo, i sistemi orientati ai mercati siano superiori a quelli orientati alle banche.

Si può affermare che l'approccio della New View ripropone, in modo sistematico e in un contesto dinamico, le condizioni di certezza degli scambi tipiche delle teorie classiche, le novità sono riconducibili alle argomentazioni: l'allocazione di mercato è superiore non in quanto dovuta ad uno stato di natura, bensì per delle specifiche ragioni di economicità ed efficienza. A tale conclusione, nonché all'intero substrato teorico, sono state mosse critiche. Una, e forse la più significativa, è riconducibile a Mayer (1988) che ha accusato i sistemi orientati ai mercati di soffrire di miopia, ovvero della incapacità di favorire investimenti a redditività elevata ma differita nel tempo. L'origine di questo difetto sarebbe da rinvenire nella mancanza di incentivi per i debitori a mantenere relazioni di lungo periodo con i finanziatori, a causa della eccessiva competizione caratteristica dei mercati finanziari. Da qui prende le mosse un secondo approccio, quello basato sulle asimmetrie informative che appare in grado di specificare ulteriori aspetti relativi allo sviluppo dei sistemi finanziari nei contesti maggiormente incerti.

1.2.2. La teoria delle asimmetrie informative.

Per molti versi, la teoria delle Asimmetrie Informative ha riconfermato le argomentazioni tradizionali che assegnano alle banche un vantaggio comparato nel fornire la maggior parte dei servizi finanziari. Il fondamento microeconomico, della maggior parte di questa tipologia di modelli, è l'analisi del ruolo svolto dalla intermediazione finanziaria in un contesto di asimmetrie informative, in cui il rischio dell' imprenditore e/o del progetto di investimento non costituiscono informazione pubblica. L'assunzione, infatti, è che la relazione tra mutuanti e mutuatari è caratterizzata da problemi di agenzia determinati da conflitti di interessi tra colui che fornisce i fondi, e ha minori informazioni sul progetto di investimento, e colui che richiede il prestito. È noto che in tale contesto (Stiglitz e Weiss, 1981, Gertler 1988) l' intermediazione finanziaria che valuta i progetti dei potenziali mutuatari e attua funzioni di selezione e

monitoraggio, offrendo contratti differenziati, può essere preferibile a una situazione di finanza diretta. Le banche, attraverso la riduzione dei costi di agenzia, sono in grado di offrire contratti di prestito che riducono le inefficienze originate dall'asimmetria delle informazioni, assicurando la compatibilità degli incentivi individuali. I modelli più innovativi, in un contesto di crescita endogena, che portano avanti la tradizione teorica sui vantaggi comparati dell'intermediazione bancaria, sono rappresentati dai contributi di Greenwood Jovanovic (1990) e di Bencivenga e Smith (1991). Nel primo lavoro si sostiene che il sistema finanziario permette un più elevato rendimento sui progetti di investimento, semplicemente perché fornisce informazioni sull'economia nel suo complesso, che l'imprenditore non sarebbe altrimenti in grado di ottenere. Ma l'argomento più interessante è legato agli stadi di sviluppo in un modello di crescita in cui gli agenti sono eterogenei in termini di ricchezza individuale. Dati i costi necessari per avvalersi dell'intermediazione finanziaria, gli agenti meno ricchi preferiscono sacrificare i più elevati rendimenti che potrebbero essere ottenuti attraverso il sistema finanziario, per investire individualmente i loro risparmi in modo meno produttivo. Mano a mano che la ricchezza aumenta, però, tutti gli agenti sono in grado di avvalersi dei servizi degli intermediari. Conseguentemente la possibilità di investire in modo più efficiente avrà un effetto positivo sul tasso di risparmio e su quello di crescita. Anche il modello di Bencivenga e Smith (1991) si basa espressamente sulle funzioni bancarie e specificatamente sull'attività di prestito che contribuisce a ridurre la dipendenza delle imprese dalla finanza interna. Se i servizi bancari sono forniti in maniera efficiente, gli agenti non hanno la necessità di detenere attività liquide e improduttive, ma possono investire in attività produttive ad alto rendimento (anche se poco liquide) con un impatto positivo sul saggio di accumulazione del capitale.

Nell'analisi del nesso tra struttura finanziaria e crescita, un ruolo centrale rivestono le impostazioni nel funzionamento del mercato del credito, riconducibili soprattutto alla presenza di asimmetrie informative e di azzardo

morale, nelle relazioni tra creditori e debitori che si incontrano in tutti gli stadi di sviluppo. Le asimmetrie informative discendono dal fatto che i finanziatori dispongono, di solito, di minori informazioni del soggetto finanziato. Per esempio, la redistribuzione ex ante delle probabilità di successo di un progetto è spesso nota all'imprenditore, ma non al finanziatore. Il moral hazard si riferisce al rischio che il prenditore di fondi attui comportamenti opportunistici, alterando le condizioni iniziali che avevano determinato la concessione del finanziamento. È stato sostenuto che queste imperfezioni possano essere affrontate più facilmente dalle banche che dai mercati finanziari. Diamond (1984) ha sottolineato il ruolo delle economie di scala, derivanti dall'accentramento in un unico soggetto bancario, della funzione di monitoraggio sul prenditore; conseguentemente, contenere i rischi di moral hazard attraverso le banche può essere meno costoso che nel caso del finanziamento diretto. Mayer (1988) ha sottolineato la funzione essenziale delle banche nel ridurre le asimmetrie informative del rapporto principale-agente attraverso la promozione di relazioni di lungo periodo con i propri clienti. Presupposto della teoria del *committment* tra prenditore e datore di fondi, è la possibilità per le parti di stipulare contratti completi, che prevedano cioè, tutti gli stati di natura futuri possibili, cosa tanto vera quanto è stabile il sistema in generale. Ma anche laddove fosse possibile, non è detto che siano disponibili i mezzi legali per far valere in pratica quanto stabilito dal contratto; inoltre, non è detto che le misure previste ex ante dal contratto per un determinato accadimento si adattino senza costi all'evento quando questo ha luogo. Conseguentemente, in presenza di asimmetrie informative tra principale e agente, la soluzione di second-best è intensificare e prolungare nel tempo il rapporto tra i due soggetti e, appunto, l'intermediazione bancaria offre la possibilità di instaurare relazioni di lungo periodo.

Sharpe (1990) e Fischer (1990) estendono il concetto asimmetrie informative al divario che si viene a creare tra banca interna, ovvero quella che concede il prestito, e tutte le altre banche (esterne). La banca interna, mantenendo un rapporto diretto con l'impresa, da un lato riduce la distanza informativa nei

confronti dell'impresa finanziata, dall'altro aumenta il divario informativo nei confronti delle altre banche con riferimento alla stessa impresa. Una volta stabilito il vantaggio competitivo nei confronti della concorrenza, la banca interna può trovare conveniente stabilire una relazione di lungo periodo con la propria clientela e proteggersi da un comportamento da free-rider degli altri intermediari. In un orizzonte multi-periodale, la banca informata si troverà protetta contro le eventualità che progetti caratterizzati da un elevato rapporto rischio-rendimento, e spesso in perdita nella fase iniziale, gli vengano sottratti nelle fasi successive quando il rendimento cresce, da altri intermediari disposti a offrire condizioni di finanziamento più favorevoli al debitore; lo stesso argomento tuttavia introduce lo spettro di una inscindibilità, che di fatto legherebbe l'impresa alla banca anche quando questa fosse meno efficiente nell'erogazione del credito.

Dalla capacità di mantenere un orizzonte temporale di lungo periodo nei rapporti con le imprese, deriva un importante effetto sullo sviluppo dell'economia reale, ovvero che le banche possono meglio assistere e sostenere le imprese nei periodi di crisi e evitare il fallimento di soggetti economici sani, ma in momentanea difficoltà.

Ad esempio, secondo Mayer (1988), questa sarebbe una delle caratteristiche del sistema finanziario giapponese. Il concetto permeante di queste impostazioni riguarda il ruolo cruciale dell'estensione dell'orizzonte temporale, cui gli imprenditori possono distribuire le scelte di investimento. Può essere utile ed esemplificativo richiamare una dimostrazione al contrario proposta da Von Thadden (1990), il quale considera un modello biperiodale con due tipi di imprese, buone e cattive, che possono scegliere tra due tipi di progetti, uno a breve termine e uno a lungo termine. Il secondo progetto determina perdite nel primo periodo, ma profitti netti positivi alla fine del secondo. Al termine del primo periodo, in assenza di una stretta relazione banca-impresa e un conseguente monitoraggio dell'attività svolta, i fondi verrebbero rifiutati sia alle imprese cattive che a quelle buone che hanno scelto un investimento con

redditività differita. Di conseguenza, tutte le imprese tenderebbero ad investire unicamente in progetti con durata di un solo periodo, con il risultato di non effettuare un'allocazione delle risorse ottimale in un contesto multi-periodale. La conclusione cui giunge l'approccio sostenuto da Mayer (1988) è, ovviamente, la supremazia dei sistemi orientati alle banche su quelli orientati ai mercati. Tale approccio è stato utilizzato da Mayer et al. (1988) per spiegare il più elevato tasso di crescita registrato in questo secondo dopoguerra (almeno fino all'inizio degli anni 90) da paesi con sistemi orientati alle banche, come Giappone e Germania, rispetto ai principali paesi con prevalente intermediazione di mercato, in primo luogo Stati Uniti e Regno Unito. Queste considerazioni hanno tuttavia cominciato ad evidenziare i propri limiti nel corso degli anni novanta, quando a fronte di una bassa crescita in Germania e una sostanziale stagnazione dell'economia giapponese, l'economia americana e quella inglese hanno invece segnato tassi di crescita molto elevati.

1.3. Gli approcci non-deterministici.

In un ottica orientata al superamento delle posizioni più radicali, sono emerse recentemente posizioni che cercano di rendere compatibile il ruolo teorico degli intermediari, con le caratteristiche economiche (e non) tipiche del percorso di sviluppo dei singoli sistemi; operazione tanto più utile quanto si osservi che gli stadi trascorsi dai paesi leader potrebbero essere imboccati dai "nuovi entranti". In questo contesto la preferibilità di un sistema finanziario rispetto all'altro, come l'esistenza stessa del legame finanza-crescita, resta sullo sfondo mentre prendono centralità il ruolo degli attori e le reazioni del mercato con riferimento allo specifico contesto storico, istituzionale e geo-politico. Tali interpretazioni, se da un lato si prestano alla critica di non restituire mai un risultato oggettivante, dall'altro appaiono come tasselli essenziali per stabilire un quadro completo delle relazioni fra finanza e sviluppo senza variabili omesse o correlazioni spurie.

1.3.1. L' approccio delle fasi tecnologiche.

Nell'impostazione di Allen (1993), la preferibilità di una struttura orientata alle banche o ai mercati dipende dal grado di consenso su come l' impresa vada gestita. Nei casi in cui vi è certezza sulla funzione di produzione, e quindi gli effetti delle decisioni del management sono facilmente valutabili, prevalgono i sistemi orientati alle banche. Nei casi in cui l'incertezza sulla funzione di produzione si traduce in incertezza su come l'impresa vada gestita, prevale il sistema orientato ai mercati.

Di fatto, dunque, la preferibilità di un sistema rispetto ad un altro dipende dalla quantità e dalla complessità delle informazioni necessarie alla funzione decisionale.

In generale, il manager prenderà decisioni che massimizzano il valore dell'impresa dato un set di informazioni a disposizione. Ora, secondo Allen (1993), nei settori caratterizzati da pluralità di concorrenti, da cicli di produzione brevi e da tecnologia costante, questo set di informazioni tende ad essere quasi completo e la relazione che lega scelte e valore dell'impresa è nota a tutti gli operatori. Pertanto, poiché l'unico problema è controllare che l'imprenditore prenda le decisioni ottimali, il sistema preferibile è quello orientato alle banche che, come detto, garantisce un monitoraggio efficiente. Invece, nei settori caratterizzati da un numero di imprese limitato, da cicli di produzione brevi e da frequenti cambiamenti della tecnologia, il set di informazioni in possesso di ciascun soggetto è incompleto e a ciascuna scelta corrispondono diversi valori dell'impresa, a seconda dei diversi set di informazione a disposizione. In queste condizioni quindi il problema è di approssimare, nella maniera migliore possibile, il vettore completo delle informazioni. Escludendo la possibilità di modificare l'assetto del settore, ad esempio accrescendo il numero di imprese in modo da ottenere un numero maggiore di set informativi, la struttura migliore è

quella dei mercati finanziari, dove una molteplicità di investitori stimano ciascuno una propria funzione scelta-valore. In tal modo, sia nella fase di lancio sul mercato azionario, che nelle fasi successive, se il valore dell'impresa stimato dagli operatori sulla base del proprio set di informazioni, è inferiore a quello dei managers, l'impresa non raccoglierà fondi. Analogamente, un raider potrà contendere il controllo di un'impresa al management laddove, basandosi su un proprio set di informazioni, ritenga di poterne incrementare il valore. In entrambi i casi l'allocazione delle risorse ne risulta migliorata.

Questo approccio, sebbene escluda una chiara supremazia di un sistema sull'altro, suggerisce che il sistema orientato ai mercati è più efficiente nei settori maggiormente innovativi. Una conclusione che, malgrado abbia ottenuto un consenso crescente, rimane controversa, innanzitutto perché non tiene conto di eventuali moventi speculativi che possono alterare proprio la scelta-valore, secondariamente non risponde alla critica generale che affida, proprio per i settori necessari all'innovazione, un ruolo cruciale alle banche che possono garantire flussi di fondi certi per periodi non brevi.

Ad esempio, secondo Mayer (1996), si può giungere a risultati opposti. Egli sostiene che le relazioni di lungo termine tra finanziatori e finanziati, tipiche di un sistema orientato alle banche, sono particolarmente importanti proprio nel promuovere investimenti in quei settori, quali quelli innovativi, dove i processi di produzione sono più lunghi e complessi; la tranquillità riguardo la disponibilità di finanziamento esterno favorisce infatti l'allungamento dell'orizzonte temporale non solo dei proprietari dell' impresa finanziata (shareholders), ma anche dei dipendenti e di quanti, come i fornitori, sono coinvolti indirettamente nella attività di produzione (shakeholders).

Una posizione intermedia è invece quella sostenuta, ad esempio, da Maher e Andersonn (2001) secondo i quali, nei sistemi anglosassoni, la pressione della concorrenza può portare ad una più attenta selezione dei progetti a contenuto innovativo. Al tempo stesso tuttavia, questa stessa pressione può spingere a investire unicamente in ricerca applicata che normalmente produce profitti di

breve periodo. Al contrario, nei sistemi orientati alle banche, risulterebbe favorita la ricerca base, improduttiva nel breve termine ma capace di sostenere assai meglio la crescita di lungo periodo.

1.3.2. L' approccio del rischio.

L'approccio del rischio mette in evidenza come l'opzione tra sistemi orientati alle banche o ai mercati, come gli effetti del sistema finanziario sulla crescita, siano intrinsecamente legati al contesto di riferimento. I due modelli di finanziamento offrono infatti diversi tipi di ripartizione del rischio, che corrispondono alle diverse esigenze che emergono a seconda delle caratteristiche del sistema economico e, in definitiva, delle preferenze della società. A questo proposito, Allen e Gale (1994) e Ferri, Morelli e Pittaluga (1997) sostengono che i sistemi orientati ai mercati permettono una diversificazione del rischio di natura "statica", mentre quelli orientati alle banche di natura "intertemporale". In sostanza, nei primi assume più importanza la riduzione del rischio tra diverse imprese in un dato istante, determinata dall'ampiezza degli strumenti finanziari disponibili sul mercato; nel secondo caso, invece, il ruolo delle banche garantisce un'attenuazione intertemporale delle oscillazioni cicliche, e quindi dei rischi, che colpiscono la struttura finanziaria di un'impresa. Nei sistemi orientati alle banche le imprese beneficiano sia di una stabilizzazione del grado di *seniority* delle proprie passività, ovvero del grado di priorità nei futuri impegni di pagamento, sia di un "effetto-cuscinetto" a fronte degli shocks determinati da variazioni negli obiettivi della politica monetaria. Infatti le banche sono, come detto, portate ad instaurare con i debitori relazioni di lungo periodo e conseguentemente, nei periodi di difficoltà, un'impresa troverà più agevole reperire finanziamenti e mantenere stabile il proprio grado di *seniority* (ad esempio, otterrà un rapporto migliore tra debiti privilegiati e ordinari e tra debiti a lungo e a breve termine). In secondo luogo le banche, accettando una riduzione temporanea dei propri

margini d'intermediazione, non trasferiscono immediatamente gli aumenti dei tassi ufficiali sui tassi sui prestiti. In questo modo svolgono una funzione assicurativa, che sposta il rischio-rendimento dall'operatore-impresa all'operatore-banca. In un'ottica multi-periodale, l'effetto congiunto di questi due fattori tende a rafforzare e stabilizzare l'equilibrio finanziario delle imprese.

In un recente contributo Perotti e Von Thadden (2003) mostrano come in un sistema in cui i lavoratori siano privi di ricchezza finanziaria (e in cui il reddito dipende in gran parte dall'utilizzo del proprio capitale umano), le preferenze sociali espresse attraverso il voto tenderanno a privilegiare una legislazione che protegge le banche in quanto queste permettono di minimizzare il rischio di fallimento delle imprese, e dunque, il rischio per i lavoratori di perdere l'unica fonte di ricchezza. Al contrario, se i lavoratori dispongono di ricchezza finanziaria tenderanno, con il voto, a privilegiare sistemi orientati ai mercati dove è possibile diversificare il rischio tramite l'investimento della ricchezza medesima.

Come detto, la diversità dei termini di ripartizione del rischio nei due modelli finanziari è connessa al diverso funzionamento dei sistemi economici. Per esempio, in un contesto quale quello dell' Europa continentale, caratterizzato da una maggiore rigidità nei rapporti sociali ed economici rispetto a quello anglosassone, le oscillazioni cicliche comportano, *ceteribus paribus*, una maggiore volatilità dei margini delle imprese. Pertanto, laddove le banche non esercitassero un'opera di stabilizzazione degli oneri finanziari, il sistema sarebbe affetto da una fragilità strutturale più elevata.

Per riassumere, nell'"approccio del rischio" il tipo di sistema finanziario è la conseguenza di fattori endogeni, quali le preferenze della società, contrariamente a quanto accade nell'"approccio delle fasi tecnologiche" dove il tipo di sistema finanziario è un dato esogeno. Ne derivano alcune rilevanti implicazioni di politica economica. In primo luogo, non si possono apportare modifiche al sistema finanziario senza accompagnarle con modifiche del sistema economico nel suo complesso, e delle modalità di ripartizione del rischio ad esso associate.

In secondo luogo, proprio perché il sistema finanziario non è un dato ma è una conseguenza anche di fattori istituzionali, i nessi tra lo sviluppo finanziario e gli aspetti storico-istituzionali sono importanti e da questo argomento prendono avvio le scuole c.d. neo strutturaliste.

1.3.3. Gli approcci di lungo periodo, sistemi legali e sistema finanziario.

Una teoria, suffragata anche da indagini empiriche, sostiene che la struttura del sistema finanziario sia governata dalle banche ai primi stadi dello sviluppo, ma che l'*upgrading* naturale sia costituito da un sistema dominato dai mercati finanziari negli stadi più avanzati del processo di crescita. In tale direzione vanno i lavori di Acemoglu e Zilibotti (1997, 1999) e di Boyd e Smith (1996). Mentre Boyd e Smith documentano la coevoluzione di entrambe le strutture finanziarie, Acemoglu e Zilibotti prescindono dall'esistenza di intermediari finanziari e considerano esclusivamente i mercati dei capitali. Le economie con basso livello di capitale pro-capite sono indotte ad utilizzare strutture produttive altamente specializzate (proprie dei primi stadi dello sviluppo) che limitano l'accesso al mercato dei capitali e alla possibilità di diversificazione del rischio. Quando l'economia cresce, e nuovi settori di attività si rendono possibili, le opportunità di diversificazione che il mercato dei capitali offre migliorano, e ciò induce i risparmiatori a investire in attività a più elevato rendimento. Quest'interpretazione "*sviluppista*" ben si adatta alle realtà storicizzate e quindi consolidate, potrebbe non spiegare quelle di sistemi a più elevata incertezza, ad esempio, se un sistema sta seguendo un percorso di sviluppo che attraversa una crisi, esso secondo la spiegazione del modello, dovrebbe ritornare ad un intermediazione centrata sulle banche.

Un altro approccio riconduce le differenze tra i tipi di sistemi finanziari alla diversità nella corporate governance. Nell'ambito dei diversi sistemi legislativi sono distinguibili due grandi tradizioni: la *common law* inglese e la *civil law*

francese e tedesca (Beck et al., 2001). La differenza principale tra questi sistemi va ricondotta al diverso grado con cui, storicamente, sono stati protetti gli interessi dei proprietari-investitori privati di fronte allo Stato, e ad altre forme di possibile spoliazione, laddove alla forte protezione offerta dai sistemi anglosassoni si contrapponeva quella considerata assai più blanda dei sistemi dell'Europa continentale. Secondo questo approccio, tale diversità ha determinato una dicotomia nell'evoluzione dei modelli finanziari. Da un lato i paesi anglosassoni, sulla base della *common law* sono approdati ad un sistema caratterizzato da una proprietà diffusa, dall'altro quelli ispirati alla *civil law*, sono approdati a un sistema caratterizzato da un assetto proprietario concentrato.

A questo diverso grado di concentrazione proprietaria corrispondono diversi sistemi finanziari ad esso associati. In proposito Maher e Andersonn (2001) rivelano come, con riferimento ai sistemi anglosassoni, il principale conflitto di interessi sorga tra azionisti e management. La polverizzazione dell'azionariato tende a tradursi in una mancanza di responsabilità da parte di chi guida l'impresa, di fronte a chi ne detiene la proprietà. Infatti, costi di monitoraggio elevati scoraggiano il singolo azionista dal verificare l'operato del management; di più, l'azionista, anche qualora acquisisse informazioni sufficienti per controllare il comportamento dei managers, ove non soddisfatto di tale comportamento, reagirebbe tramite la vendita delle proprie azioni sul mercato secondario (opzione exit) piuttosto che facendo valere le proprie azioni in sede di amministrazione (opzione voice). Conseguentemente, i sistemi a proprietà diffusa, oltre a presentare mercati finanziari estremamente liquidi, devono essere sostenuti da norme e regolamenti severi in materia di disponibilità di informazioni e di trasparenza da parte del management. Nei paesi a struttura proprietaria concentrata invece, i conflitti principali sono quelli tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza. È infatti logico che, in presenza di elevata concentrazione proprietaria, il controllo sul management sia intenso e lasci poco spazio a comportamenti opportunistici da parte di questi ultimi. Per contro, diventa più facile l'estrazione di rendite da parte di chi detiene il pacchetto di

controllo ai danni degli azionisti di minoranza. Questo stato di cose favorisce strategie aziendali volte a massimizzare il valore attuale del pacchetto di controllo di maggioranza, o anche trasferimenti di pacchetti intra-gruppo per trasferire ricchezza dove la struttura dell'azionariato è più favorevole al controllante. Tutto ciò si traduce in un costo del finanziamento diretto più elevato per le imprese, perché i sottoscrittori di titoli, per proteggersi dai rischi di estrazione di rendite, richiedono un premio elevato e il finanziamento bancario diventa quindi più attraente per le imprese.

Questo approccio sottolinea l'importanza per lo sviluppo dell'economia che il sistema legale, indipendentemente dal filone giuridico di appartenenza, sia rapido nell'adattarsi ai mutamenti del sistema economico. Con riferimento a questo aspetto Beck et al. (2001) hanno dimostrato come i sistemi legali fondati sulla *common law* inglese e sulla *civil law* tedesca, in virtù di una maggiore capacità di adattamento, abbiano favorito lo sviluppo finanziario in misura maggiore rispetto a quelli ispirati alla *civil law* francese. Quest'ultimo risultato tuttavia appare fortemente indebolito dal fatto che le conclusioni non siano state confermate proprio per la Francia, paese nel quale il diritto civile ha avuto origine. Questo risultato sposta il dibattito verso una diversa valutazione dei sistemi economici a seconda del tipo di colonizzazione verificatasi[14], oppure suggerisce la contrapposizione fra sistemi economici in cui la tipologia del sistema finanziario ha avuto origine e gli altri sistemi che il modello hanno dovuto, loro malgrado, importarlo.

In conclusione, questo approccio, pur nelle sue diverse varianti, porta alla rilevante conclusione che interventi sul quadro legislativo possono favorire lo sviluppo del sistema finanziario. Inoltre esso riporta l'attenzione sul problema della scelta tra sistemi finanziari diversi ma da un punto di vista nuovo. È indubbio che, laddove via sia tutela dei diritti di proprietà, e quindi un azionariato diffuso e mercati dei capitali sviluppati, risulta meno costoso il controllo sulla gestione delle imprese e più efficiente l'allocazione delle risorse. Di conseguenza

[14] Sulla base del conflitto legato alla prima fase coloniale (Acemoglu et al. 2000).

i sistemi orientati ai mercati tornererebbero ad essere preferiti a quelli orientati ai mercati.

Uno sviluppo recente della letteratura è il tentativo di ricomposizione del dibattito banche *versus* mercati. Ciò che è importante per la crescita non sarebbe la composizione del sistema finanziario quanto la qualità dei servizi offerti. Questi ultimi dipenderebbero dalla sicurezza dell'ambiente legale che un paese offre ai propri investitori interni e internazionali. Sarebbero le origini legali di un paese il miglior predittore della performance di crescita, perché assicurerebbero l'ampliamento delle opportunità sia degli intermediari sia dei mercati finanziari (La Porta et al [1997,1998a,1998b,1999]). Questa conclusione tuttavia, è stata fortemente contestata, e non sempre trova conferme sul piano empirico nel quale riprende centralità la discussione sull'esistenza o meno del legame finanza-crescita, quando si confrontino paesi sviluppati e non.

1.4. L'Approccio regionale allo studio del nesso fra intermediazione finanziaria e crescita economica.

La ricerca della relazione e del nesso causale tra l'intermediazione finanziaria e la crescita economica regionale viene analizzata, dalla letteratura, attraverso l'utilizzazione sia di modelli di derivazione neoclassica che attraverso la nuova generazione dei modelli di crescita endogena.

Sebbene ambedue gli approcci appaiono essere validi nello scopo di valutare gli effetti dello sviluppo finanziario sulla crescita, l'uso dei modelli di crescita endogena è andato affermandosi diventando il metodo prevalente d'analisi a livello regionale (Benhabib e Spiegel, 2000).

Dal punto di vista dei modelli di crescita endogena, la domanda e l'offerta di fondi investimento si considerano interdipendenti, vale a dire in grado stimolarsi vicendevolmente. Si presume che la presenza di asimmetrie informative, problemi d'agenzia e soprattutto di incertezza, facciano si che la relazione tra il

sistema finanziario ed il sistema economico non possa essere considerata neutrale. Queste imperfezioni possono causare cattiva allocazione di fondi e selezione avversa, a discapito, ad esempio, delle piccole e medie imprese (PMI), che possono risultare penalizzate nell'accesso al finanziamento, stesso problema a cui possono andare incontro le famiglie (Klagge e Martin, 2005).

Secondo i modelli di crescita endogena, il contributo delle banche, a migliori risultati in termini di crescita, deriva dalle funzioni di selezione e monitoraggio che effettuano sulle possibilità di investimento, nonché da un altro punto di vista, dalla loro capacità di trasformare e diversificare (anche temporalmente) i crediti. Così facendo possono consentire un accesso al credito più veloce ed efficiente per le Pmi e le famiglie, di quanto accadrebbe se esse dovessero finanziarsi autonomamente sui mercati. Questo ruolo delle banche è tanto più importante specie quando i mercati dei capitali non siano sufficientemente sviluppati (Bencivenga e Smith, 1991).

Dow e Rodriguez (1997) e Rodriguez Fuentes (2006, pp. 61–65) sottolineano un altro canale importante attraverso cui l'intermediazione finanziaria può favorire la crescita: l'abilità della banca di raccogliere e rendere credibili un maggior numero di informazioni, questo può consentire a livello sistemico, di ridurre l'incertezza e favorire l'accesso al credito delle aziende sane.

Quest'ultimo aspetto può essere considerato uno dei fattori in grado di modificare l'ammontare complessivo di credito disponibile, quindi in grado di spiegare le differenze in termini di crescita a livello regionale o locale in genere.

Questa considerazione è importante poiché il mercato del credito è segmentato a livello regionale, in quanto le banche raccolgono risparmio a livello locale ed entro certi limiti dimensionali, possono "creare credito", fermo restando i limiti dovuti alle riserve obbligatorie. Questa funzione delle banche locali non è, in genere, sufficientemente sottolineata dalla letteratura.

Riassumendo, gli studi basati sui modelli di crescita endogena, hanno identificato tre canali attraverso i quali gli intermediari contribuiscono a stimolare la crescita (Pagano, 1993; Thiel, 2001). In primo luogo, un sistema bancario efficiente

riduce la perdita di risorse che interviene nel passaggio dal risparmio all'investimento, aumentando il volume complessivo di risorse finanziarie disponibili. In secondo luogo, l'intermediazione finanziaria migliora l'allocazione di fondi, in quanto le banche riescono a valutare e discriminare tra i vari progetti d'investimento, scegliendo quelli con una produttività marginale più alta.

Infine, il tasso di crescita del risparmio può essere stimolato dal settore finanziario, in quanto alte remunerazioni possono rilanciare l'accumulazione del capitale. Quest'ultimo aspetto, tuttavia, è piuttosto controverso, in quanto il significato che si può attribuire a variazioni del tasso d'interesse è mutevole a seconda del livello di sviluppo economico del paese considerato[15].

Conseguentemente allo sviluppo dei mercati finanziari, la disponibilità delle famiglie ad offrire risparmio può aumentare, ma se i mercati vengono completati da uno sviluppo dei mercati assicurativi, il movente precauzionale del risparmio può venire meno, facendo diminuire l'ammontare complessivo di risparmio nel sistema. In ogni caso, l'effetto netto dello sviluppo dell'intermediazione sul risparmio dipende dal rischio sistemico incorporato nella funzione di utilità dei consumatori, valori che come si diceva, possono variare da paese a paese, ed anche nello stesso paese, a seconda dell'andamento dei parametri macroeconomici.

La combinazione rischio-rendimento ottimale dei portafogli dei risparmiatori viene associata ad un miglioramento dell'efficienza del settore bancario.

Se questo fenomeno avrà un impatto sul livello del risparmio, dipenderà dagli effetti sulle aspettative, dove la scelta tra consumo presente e consumo futuro, dipenderà a sua volta dalla percezione del rischio da parte dei risparmiatori.

Analizzando il volume del credito, un eccessivo peso dell'intermediazione bancaria può produrre una perdita di una parte del risparmio, pari al margine di intermediazione bancaria. Questa frazione di risparmio sottratta all'investimento dipende da molte variabili.

[15] K. Tsuru (2000), un'interpretazione teorica di questo problema è proposta nel Cap. 2 di questo lavoro, l'analisi empirica del Cap. 3 conferma l'ambiguità interpretativa del parametro associato al tasso d'interesse.

In primo luogo dal potere di mercato delle singole banche, e quindi dal grado di concorrenza presente nel mercato del credito, infatti, è altamente probabile che la presenza di potere di mercato nell'industria bancaria produca un aumento del margine di intermediazione ed una riduzione del credito erogato (Demirguc-Kunt et al., 2004).

In secondo luogo, l'efficienza della singola banca dipende anche dalle abilità manageriali di coloro che si occupano della gestione degli impieghi (la c.d. X-efficienza), un miglioramento/peggioramento della gestione può modificare i tassi d'interesse offerti dalla banca sul mercato dei depositi.

Le relazioni stabilite tra intermediari ed imprese possono giocare un ruolo importante. In particolare, Berger et al. (2004) mostrano che le migliori performances economiche si associano ad un sistema di intermediazione caratterizzato da banche medio-piccole, private ed appartenenti ad un assetto proprietario interno (nazionale), le quali garantirebbero una continuità di relazioni nel tempo ed una maggiore conoscenza (da parte della banca) della realtà locale e delle condizioni di mercato in cui le imprese operano.

Anche la diffusione di innovazioni finanziarie possono modificare il saggio di risparmio. Se le banche offrono prodotti innovativi o servizi tecnologici nuovi, ed i consumatori hanno benefici da queste innovazioni, possono orientare il loro risparmio verso i nuovi prodotti, mentre le banche, diversificando le loro fonti di reddito, potrebbero permettersi margini d'intermediazione più bassi, aumentando così la remunerazione dei depositi. Le banche raccolgono informazioni che permettono l'incremento dei flussi finanziari degli investimenti, fino al punto in cui il costo marginale di monitorare e valutare l'investimento ne eguaglia l'utilità marginale in termini di incremento del capitale fisico.

La funzione di trasformazione delle scadenze effettuata dalle banche permette di esercitare un impatto positivo sui flussi finanziari (in particolare sul volume del risparmio), flussi finanziari che sarebbero investiti in progetti a breve termine possono, invece, essere utilizzati dalle imprese per investimenti a medio-lungo

termine (Greenwood e Jovanovic, 1990; Bencivenga e Smith, 1991), grazie al fatto di essere garantiti dalle banche agli occhi dei risparmiatori.

Le banche aumentano anche la produttività del capitale attraverso la diversificazione dei portafogli dell'attivo. Investendo in prodotti come: azioni, mutui, fondi pensione o servizi assicurativi, possono ottenere un'adeguata composizione dei portafogli, la quale può consentire alle banche di ottenere un rendimento atteso maggiore (con rischio minore).

Un altro elemento da sottolineare è l'effetto esercitato sul rapporto fra finanza e crescita dalla qualità del credito erogato. La qualità del credito è fortemente influenzata dalla regolamentazione, dal contesto economico di riferimento, e dalla quantità/qualità delle informazioni che gli operatori (pubblici e privati) riescono a produrre sulle condizioni economiche delle imprese, che utilizzano il credito erogato, e sulle condizioni e prospettive del sistema economico in generale.

Laulajainen (1999) mostra l'esistenza di differenze significative nella qualità di credito erogato dalle banche nei diversi paesi, ed attribuisce tali differenze all'efficacia nelle funzioni di selezione e monitoraggio.

Leyshon e Pollard (2000), evidenziano come le banche che tendono ad allargare la propria dimensione geografica, accentrando nel contempo i centri decisionali, abbiano un peggioramento della qualità delle informazioni prodotte rispetto alle banche specializzate a livello territoriale.

La prospettiva regionale ha acquisito, negli ultimi anni, un'importanza crescente nell'analisi del nesso fra finanza e crescita, in particolare il focus si è concentrato sulle condizioni, variabili da contesto a contesto, che possono favorire la dialettica fra settore bancario e operatori.

Williams e Gardener (2003) evidenziano che il Sistema Finanziario Europeo si è sviluppato in due direzioni:

(1) una direzione "extra-nazionale" caratterizzata da grandi banche commerciali che offrono ai clienti servizi ad ampio spettro (banche universali), in particolare offrono servizi alle società per azioni e grandi investitori;

(2) una direzione "regionale" che comprende mercati bancari locali, con banche che offrono i propri servizi soprattutto alle famiglie ed alle PMI.

Una recente lettura di questo fenomeno indica che, il frazionamento spaziale di sistemi finanziari appare essere correlato con un livello di prodotto interno lordo regionale più alto (Mackay e Molyneux, 1996).

Questo risultato è spiegato in letteratura dimostrando che famiglie e PMI operando in un contesto locale, o in mercati regionali, giovano della presenza di istituti finanziari specializzati (banche regionali), poiché si stabilisce un legame di lungo termine, che consente alla banca di avere informazioni precise sul cliente/impresa, e consente all'impresa stessa di avere continuità nei flussi di finanziamento e stabilità nelle condizioni contrattuali.

E' stato altresì messo in evidenza che il ruolo delle istituzioni finanziarie locali non è stato esclusivamente economico, esse possono contribuire allo sviluppo locale anche attraverso la promozione del capitale sociale, fungendo da agente "stabilizzatore" della società e finendo per essere assimilati agli altri enti statuali, come tali in grado di diffondere fiducia nel sistema economico in senso lato (Fuller e Jonas, 2002).

Sebbene sia innegabile che la tecnologia stia rendendo progressivamente sfumati i confini territoriali nella circolazione delle attività finanziarie, la posizione geografica e la vicinanza territoriale possono essere considerati fattori rilevanti nel rapporto fra banche, famiglie e PMI (Moore, 1998).

Nello studio del rapporto fra finanza e crescita, l'analisi delle differenze regionali all'interno di un singolo paese offrono l'innegabile vantaggio (rispetto alle analisi sezionali) di controllare accuratamente le caratteristiche in termini di sistema monetario, legale e sociopolitico, che possono provocare distorsioni nel confronto fra paesi, come già detto in precedenza.

Klagge e Martin (2005) distinguono tra due tipi di sistemi finanziari in ordine al ruolo che le banche esercitano nello sviluppo economico locale. Da un lato, ci sono paesi dove il sistema finanziario è completamente dominato da un sistema di banche a livello nazionale, in questi contesti non avviene un'effettiva

separazione fra capitale nazionale e capitale regionale (questo tipo di rappresentazione viene associata ai sistemi di derivazione anglosassone ed alla Gran Bretagna in particolare).

In questa tipologia di sistema, le PMI possono andare incontro (e secondo gli autori accade frequentemente) a razionamento di risorse dovuto proprio all'assenza di banche specializzate a livello locale.

Alternativamente, ci sono sistemi finanziari in cui il livello regionale della finanza è molto sviluppato (viene citato come esempio quello tedesco). In queste tipologie di sistemi finanziari le banche regionali si rivolgono alle PMI locali e alle famiglie, nel contempo contribuendo anche alla raccolta di depositi che possono contribuire ad incrementare il capitale su scala nazionale (attraverso un collegamento in con le grandi istituzioni finanziarie). Altresì possono avere il ruolo di consentire una maggiore circolazione del capitale anche da regione a regione, fungendo da convogliatori di risorse, anche attraverso i mercati finanziari.

Tuttavia, come evidenziato da Zazzaro (1997), la base teorica per l'esistenza di un sistema bancario nell'economia è quello di fungere da intermediario fra le unità in surplus ed in deficit di risorse finanziarie, questo ruolo può entrare in conflitto con una partecipazione attiva delle banche nei mercati finanziari.

Mutuatari locali, molto spesso, preferiscono stabilire una relazione con banche piccole che possiedono migliori informazioni circa le condizioni economiche locali. In alternativa alle informazioni prodotte dalle grandi imprese a beneficio degli enti istituzionali e non (valutazioni della borsa, agenzie di rating, ecc.), le PMI producono delle informazioni meno dettagliate e meno precise (c.d. *Soft Information*). Le banche, in questi contesti, hanno bisogno di provvedere ad un ampliamento delle informazioni disponibili sul mercato, che consolidi il panorama informativo sulle prospettive economiche delle imprese e delle famiglie (Klagge e Martin, 2005).

Le banche regionali hanno un maggiore incentivo ad investire in informazioni riguardanti le imprese locali, rispetto ai costi maggiori che sarebbero necessari

per acquisire un adeguato panorama informativo a livello nazionale, e ciò dovutamente al fatto che essendo "immerse" nel territorio, le banche locali possono riuscire più facilmente a distinguere tra buoni e cattivi prenditori di fondi (Petersen e Rajan, 1995).

Come evidenziato da Martin (1999, pp. 3–28), queste funzioni definiscono il ruolo di istituzioni finanziarie specializzate a livello locale, ed evidenziano altresì la loro autonomia nel creare, non solo un tornaconto economico, ma anche un flusso informativo di cui beneficia l'intero complesso delle relazioni sociali.

Da queste argomentazioni deriva la spiegazione dello sviluppo e della complessità del ruolo delle banche locali, esse finiscono per avere un ruolo centrale specie nelle fasi di trasformazione economica, possono essere considerate promotori di sviluppo, attraverso la diffusione delle innovazioni finanziarie che facilitano le transazioni monetarie riducendone i costi (Leyshon e Pollard, 2000). Per contro un sistema bancario locale debole e privo di autonomia può risultare inadatto allo svolgimento delle funzioni ricordate in precedenza.

Il volume di informazioni disponibili e l'accuratezza delle stesse, dipendono dalla prossimità territoriale, nel senso che sono tanto più accurate quanto è maggiore la vicinanza territoriale fra banche e PMI. Per questa ragione le strutture bancarie si localizzano (parzialmente) nello spazio economico in modo da massimizzare la vicinanza a PMI e famiglie (Zazzaro, 1997; Dow e Rodrigues Fuentes, 1997). Inoltre le PMI e le famiglie, sviluppano una consapevolezza del ruolo svolto dalle banche locali, e dei vantaggi che da queste derivano, questa consapevolezza rinforza questo collegamento rendendolo virtuoso e durevole (Mckillop e Barton, 1995).

Interpretando Klagge e Martin (2005), concetti come "mercato locale dei capitali" o "differenze fra domanda ed offerta di fondi mutuabili", sono possibili sotto l'assunzione (non-neutrale) che i mercati finanziari non siano in grado di provvedere ad una perfetta allocazione del capitale tra le imprese all'interno dello spazio economico circostante.

Per queste ragioni la concentrazione di capitale in mercati centralizzati potrebbe avere effetti negativi sull'allocazione dei fondi, e questi effetti potrebbero accentuare le differenze a livello regionale, in particolare nei casi in cui vi siano imprese localizzate in regioni con maggiori problematicità (ad esempio sul piano della rischiosità).

1.5. Alcune considerazioni conclusive sull'analisi della letteratura del rapporto finanza-crescita .

Il tema del rapporto fra finanza e crescita economica è certamente tra i più analizzati dalla letteratura economica. Ad un così grande volume di analisi corrisponde un altrettanto grande livello di differenziazione fra le varie scuole teoriche.

Si può sintetizzare questo stato della ricerca teorica, con la frase utilizzata da Paul Wacthel (2005) per intitolare la recente rassegna da lui curata, *"Finanza Crescita: cosa conosciamo e cosa c'è da conoscere"*. Il livello della conoscenza su questo tema si è evoluto negli anni permettendo un'importante diversificazione degli approcci ed anche una grande varietà di contributi conoscitivi. L'insieme dei più importanti risultati raggiunti può consentire una lettura ricca di significato.

Nei primi anni '90 si è avuto un rinnovato interesse per il tema del rapporto finanza-crescita dovuto al notevole sviluppo delle tecniche econometriche, oltre al fatto, non secondario, che si sono resi disponibili nuovi e più accurati dati da analizzare. I modelli teorici hanno quindi cercato di interpretare questo fenomeno. In una prima fase, l'analisi ha ripreso ed aggiornato i contributi "pioneristici" della fine degli anni '60, cercando di costruire un modello valido per tutti i sistemi economici, è la fase che coincide con l'avvento dei c.d. "Modelli Deterministici" che hanno affermato e rilanciato il ruolo positivo del sistema finanziario nella promozione della crescita e dello sviluppo economico.

Riconosciuto e dimostrato che il settore finanziario fosse un fattore di sviluppo, rimaneva da specificare, attraverso indagini più approfondite, quali fossero i meccanismi di trasmissione e se la morfologia del sistema finanziario influenzasse il risultato economico. Il passo successivo è stato quello di confrontare, teoricamente ed empiricamente, i sistemi orientati alle banche e quelli orientati ai mercati.

Il limite di queste analisi è quello di aver cercato di rappresentare i sistemi economici in modo troppo omogeneo dal punto di vista della struttura economico-finanziaria. Il fatto che non fosse poi dimostrato in maniera univoca l'esistenza di un nesso causale, che andasse dallo sviluppo finanziario a quello economico, ha fatto si che altri autori percorressero strade differenti.

L'approccio "Non-Deterministico" si caratterizza per il fatto di collegare il legame finanza crescita a fattori specifici, legati alle peculiarità dei processi produttivi oppure alla specifica distribuzione del rischio all'interno dei sistemi economici. Questi modelli condividono con quelli deterministici la metodologia, ma contestano che lo sviluppo finanziario si estenda a quello economico in ogni caso ed in ogni contesto. Essi spostano l'attenzione su condizioni, che verificandosi, creano i presupposti per l'esistenza del legame, ad esempio la nascita ed il funzionamento delle istituzioni, il sistema legale, le dinamiche sociali e geopolitiche. Pertanto da questi studi emerge una prima giustificazione della mancanza di evidenze empiriche decisive sul nesso causale.

Al verificarsi di determinate condizioni (istituzioni efficienti, stabilità sociale, sistema legale efficiente) può esistere il legame, e "solo" in questo caso, si può approfondire l'analisi ricercando il meccanismo di trasmissione attraverso cui tale legame si estrinsecherebbe. Verificate le condizioni di stabilità ed identificati i meccanismi di trasmissione, ha senso ricercare anche il relativo nesso causale.

Da queste ultime considerazioni prendono le mosse i teorici c.d. "Neo-Istituzionalisti" secondo cui il legame tra Finanza e Crescita è il risultato di un processo di lungo periodo che coinvolge le modalità con cui le istituzioni si sono evolute, e di conseguenza, introduce nell'analisi aspetti istituzionali e socio-

politici. Per i teorici della c.d. "Teoria del Rischio" un legame positivo fra finanza e crescita dipende dalla distribuzione del rischio all'interno della società, per i "Neo Istituzionalisti" può dipendere dal "volume" di rischio presente in un sistema economico. Quest'ultimo, a sua volta, può dipendere dalla condivisione del sistema istituzionale e dalla stabilità del sistema economico generale.

Da questo punto di vista in un'ottica evolutiva sono anche interpretabili i risultati contraddittori emersi in tema di nesso causale, o di superiorità del sistema orientato alle banche in alcuni studi o di quello orientato ai mercati in altri.

A determinati livelli di stabilità, il sistema finanziario favorisce la crescita, e questo può avvenire sia con l'intermediazione bancaria che con quella di mercato, venendo meno la stabilità, che si può tradurre in grado di fiducia e correttezza nella formulazione delle aspettative, può venire meno il legame indipendentemente dalla morfologia del sistema finanziario considerato.

Per concludere, molto si conosce ma restano ancora da definire alcuni punti, che questa ricognizione della letteratura teorica lascia sospesi.

In primo luogo, ci si può chiedere se esistano delle fasi di sviluppo che sottendono livelli diversi di stabilità, in caso affermativo potrebbero esistere degli effetti soglia in grado di consentire una classificazione tra i sistemi economici.

Tale classificazione ex-ante potrebbe consentirci di suddividere i sistemi economici, tra quelli in cui è possibile riscontrare il legame ed il nesso causale, e gli altri nei quali il legame viene meno, a causa di condizioni di contesto che riducono la capacità degli intermediari di raccogliere ed allocare il risparmio.

In secondo luogo se esistono livelli critici di stabilità che determinano l'efficacia del sistema finanziario, i responsabili della politica economica potrebbero avere come obiettivo quello di garantire le condizioni affinché ci sia un "adeguato" livello di stabilità, e di conseguenza, il compito della scienza economica dovrebbe essere quello di "quantificare" la stabilità (e l'instabilità).

1.6. Il rapporto tra sistema finanziario e crescita economica nell'analisi empirica.

La letteratura teorica che si è occupata del rapporto fra sviluppo finanziario e sviluppo economico ha evidenziato una varietà di posizioni significativamente diverse quando non addirittura in contrapposizione.

Si è passati dallo scontro fra posizioni estreme, cioè se la finanza favorisce la crescita o viceversa, a posizioni molto più articolate.

Si è passati da un approccio generale per il quale era possibile analizzare il rapporto finanza e crescita prescindendo dalle differenze tra i contesti economici analizzati, ad analisi che hanno messo in evidenza gli impatti differenziati che si possono avere a livello di sistema economico, pur partendo da una stessa tipologia di sistema finanziario.

Pertanto il dibattito è stato incentrato su due ordini di problematiche che scaturiscono dalle priorità scelte dalle scuole teoriche. Per gli studiosi che sostengono che gli effetti positivi dello sviluppo del settore finanziario sulla crescita siano riscontrabili in qualunque contesto, si tratta di ricercare e riscontrare i meccanismi di trasmissione attraverso cui questo legame si esplica[16].

Per gli studiosi che avanzano dubbi sulla generalizzazione dei risultati teorici ed empirici, sul legame tra finanza e crescita, è necessario stabilire le condizioni al verificarsi delle quali questo legame emerge o meno[17].

I recenti contributi delle scuole c.d. Neo Strutturaliste[18] hanno posto ulteriormente l'accento sulle variabili ambientali specifiche che condizionerebbero il rapporto finanza-crescita in maniera variabile da sistema a sistema[19]. Il che, da un lato, potrebbe rendere difficoltosa la generalizzazione dei

[16] Nella recente rassegna di Levine (2004), il ruolo positivo del sistema finanziario sulla crescita viene considerato acquisito e l'autore si sofferma proprio sui meccanismi di trasmissione.

[17] Il lavoro di Castelnuovo (2005) si propone proprio come obiettivo quello di proporre criteri di comparazione dei sistemi economico-finanziari.

[18] Nell'accezione di Eschenbach (2004).

[19] P. Watchel 2005 pag. 340.

risultati ottenuti ad ogni contesto, ma dall'altro lato, potrebbe fornire utili suggerimenti per una coerente interpretazione fra diversi risultati teorici.

Il dibattito si è quindi, inevitabilmente, spostato sul campo della ricerca empirica, il cui notevole sviluppo (sopratutto dalla seconda metà degli anni '90 in poi) permette di avere a disposizione una notevole varietà di indagini con un maggior grado di accuratezza, sia per l'affinamento delle tecniche econometriche che per la disponibilità crescente di dati. I lavori empirici recenti, si sono concentrati su varie tipologie di problematiche che possono essere riassunte in tre filoni principali in grado di rispondere ai tre quesiti sollevati dal dibattito teorico:

- Se, ed in quale misura, la crescita dell'economia sia sostenuta dallo sviluppo del sistema finanziario.
- Quale tipologia di sistema finanziario, tra quello orientato alle banche e quello orientato ai mercati sia preferibile, ovvero se sia possibile definire una forma di intermediazione più efficiente in senso assoluto.
- Se è possibile definire il ruolo delle variabili legali istituzionali e geo-politiche, nello spiegare l'evoluzione e l'efficienza del sistema finanziario.

Il primo quesito è di grande attualità in quanto incorpora i maggiori e più controversi aspetti dell'analisi teorica. Lo studio del problema del nesso causale[20], ovvero riuscire a stabilire verso ed intensità del legame tra finanza e crescita, nonché i meccanismi di trasmissione attraverso i quali il sistema finanziario promuoverebbe la crescita (o viceversa).

Il secondo quesito ha avuto un maggiore interesse in una fase meno recente del dibattito empirico. Le prime analisi empiriche riguardavano (a causa della maggior completezza delle serie di dati) i paesi a più antica esperienza industriale. In quella fase i lavori empirici confrontavano le performances dei sistemi finanziari di derivazione anglosassone, nei quali i mercati finanziari

[20] Per una discussione sul tema si veda Leva e Piazza (2004).

svolgevano un ruolo predominante nell'allocazione delle risorse, rispetto ai sistemi finanziari caratterizzati da un ruolo centrale occupato dall'intermediazione bancaria (Germania, Francia, Italia e Giappone).

Il terzo quesito emerge come risposta alla crescente difficoltà nell'individuazione del nesso causale, i risultati empirici contrastanti hanno spinto alcune scuole teoriche a ricercare nelle peculiarità dei sistemi economici, le differenze che spieghino sia lo sviluppo finanziario che quello economico. Da questo filone molti autori, che già si occupavano di finanza e crescita[21], hanno attinto per utilizzare variabili strumentali in grado di aggirare il problema della causalità bidirezionale. Altri ancora[22] sostengono sulla base di questi lavori, che i sistemi economici di origine ed evoluzione diversa non siano confrontabili, oppure che lo siano ma solo in gruppi relativamente omogenei.

La ricerca empirica ha prodotto un numero molto rilevante di lavori in costante aggiornamento, per comprendere appieno la portata dei risultati raggiunti può essere utile considerarne la dinamica evolutiva.

1.6.1. L'evoluzione della ricerca empirica: la dinamica.

Nell'interpretazione della ricerca applicata sul tema del rapporto finanza e crescita bisogna tenere conto di alcuni fattori di cruciale importanza: la disponibilità di dati, l'evoluzione delle tecniche econometriche utilizzate, le impostazioni teoriche scaturite dalla lettura e dall'interpretazione dei risultati stessi.

La complessità dell'analisi su questo tema è determinata dall'ordine di priorità che viene scelto dalla letteratura nel tempo storico di riferimento, proprio un'interpretazione cronologica dei contributi empirici può consentire di delineare una dinamica coerente dei risultati ottenuti in letteratura.

[21] Beck , Levine tra i più importanti.
[22] Rioja e Valev (2004).

Serie storiche sufficientemente lunghe e pienamente attendibili, in particolare, su specifici indicatori finanziari si sono rese disponibili in una prima fase, solo per paesi ad antica esperienza industriale nei quali un collaudato sistema istituzionale era in grado di garantirne l'affidabilità.

Queste prime analisi hanno quindi riguardato pochi paesi sviluppati, ed il focus si è incentrato sul confronto fra sistemi orientati alle banche e sistemi orientati ai mercati, in quanto il legame tra finanza e crescita veniva considerato come acquisito dai risultati delle prime indagini empiriche[23].

Successivamente, e proprio per corroborare i risultati precedentemente ottenuti, l'analisi è stata estesa anche ai paesi di più recente industrializzazione; purtroppo la scarsità dei dati ha consentito inizialmente solo confronti di tipo cross-section per un numero molto limitato di osservazioni. In questa fase sono emerse le prime obiezioni di ordine metodologico, che non hanno comportato il rigetto dei risultati acquisiti, bensì ne hanno imposto una rivisitazione ed un approfondimento con altre tecniche[24].

Le analisi successive, che hanno tenuto conto delle obiezioni metodologiche (in particolare sollevate da Aretis e Demetriades, ma anche da Rajan e Zingales, Levine e Beck, che pure utilizzavano analisi cross-section) hanno evidenziato che la variabilità degli impatti degli indicatori finanziari sulla crescita economica, possano dipendere da fattori intrinsecamente legati alla struttura del sistema economico considerato.

Questa interpretazione suggerisce che l'esistenza del legame sia fortemente condizionata da variabili ambientali di contesto, oppure che all'interno degli stessi sistemi economici si possano distinguere effetti di breve e di lungo periodo del sistema finanziario sulla crescita[25].

La messa in discussione del legame stesso tra finanza e crescita ha determinato una ripresa degli studi di ordine prettamente teorico, in grado di giustificare la

[23] Goldsmith (1969), Cameron (1967), McKinnon (1973).

[24] In particolare dal lavoro di Aretis e Demetriades del 1997 in poi le analisi cross section sono state progressivamente sostituite dalle analisi che utilizzano serie storiche o dati panel, e sono stati utilizzati classi di stimatori differenti (Favara 2004).

[25] Fisman e Love (2004).

pluralità di risultati empirici, e nello specifico, di contestualizzare e storicizzare il legame tra finanza e crescita.

Il meccanismo di feedback fra risultati empirici e ricerca teorica ha comportato dei cambiamenti di rotta, permettendo di ottenere un progressivo miglioramento nella comprensione del ruolo rivestito dalle variabili finanziarie sullo sviluppo economico, miglioramento che è in costante evoluzione.

Le tipologie di analisi empiriche che analizzano il rapporto finanza e crescita sono essenzialmente appartenenti a tre macrocategorie:

i) studi tendenti a verificare il nesso tra variabili rappresentative aggregate del sistema finanziario e la crescita economica,[26]

ii) studi microeconometrici che investigano la relazione tra evoluzione del sistema produttivo e dinamica del sistema finanziario,

iii) studi che analizzano il differente impatto sulla crescita economica a seconda che si tratti di sistemi finanziari basati sull'intermediazione bancaria rispetto a quelli basati sul mercato.

1.7. L'origine delle ricerche empiriche.

Il punto di partenza di una letteratura empirica, che negli ultimi anni ha avuto un forte sviluppo, è dato dall'analisi di Goldsmith (1969) che già alla fine degli anni sessanta ha fornito una prima indicazione del legame positivo tra grado di sviluppo finanziario (in riferimento esclusivamente agli intermediari bancari) e sviluppo reale per il periodo 1860-1963 su un campione di 35 paesi. Nello stesso periodo si sono sviluppati altri studi empirici che avevano investigato la relazione storica tra lo sviluppo del reddito di molti paesi e l' evoluzione dei loro sistemi finanziari (Cameron 1967, McKinnon 1973).

[26] Tale approccio consiste nel fare una media delle variabili di interesse per periodi molto lunghi e usarle nelle regressioni per valutare la loro influenza media sul tasso di crescita.

Il lavoro di Goldsmith (1969), a tutti gli effetti pionieristico, lasciava tuttavia irrisolti alcuni interrogativi e non affrontava alcuni problemi metodologici che, alla luce del dibattito attuale, sono centrali.

In primo luogo, nel considerare lo sviluppo finanziario e il suo sostegno alla crescita, sarebbe stato necessario prendere in considerazione anche i mercati, in secondo luogo occorreva affrontare la questione della causalità tra sviluppo finanziario e crescita.

In terzo luogo, il campione di paesi considerato era insufficiente a trarre conclusioni di ordine generale, problema che ha caratterizzato anche molti altri lavori successivi[27]; infine si trascurava il fatto che la crescita era influenzata da fattori non considerati (il problema delle variabili omesse anch'esso tuttora d'attualità).

Nonostante l'importanza del tema, si è dovuto attendere fino agli anni Novanta per assistere a una ripresa dell'indagine empirica sulla relazione tra finanza e sviluppo che, a partire dai risultati di Goldsmith, rispondesse ai quesiti rimasti insoluti.

1.7.1. Il settore finanziario come determinante della crescita.

Come detto in precedenza, nella prima fase della letteratura empirica degli anni Novanta, si assumeva il presupposto che il sistema finanziario influenzasse positivamente la crescita economica, pertanto era necessario approfondire i temi della quantificazione di tale impatto e dell'esplicitazione dei meccanismi di trasmissione attraverso i quali il miglioramento del sistema finanziario potesse consentire l'aumento del reddito[28].

[27] Attualmente le banche dati permettono di ricostruire per molti paesi in via di sviluppo, serie storiche di indicatori finanziari a partire dagli anni '90.

[28] Per una rassegna sulla rappresentazione formale dei modelli si veda Levine (2004) pag.49-88.

Tra gli esempi maggiormente significativi della letteratura empirica, in cui il ruolo dei sistemi finanziari viene inserito in un'analisi delle determinanti della crescita, sono i contributi di King e Levine (1993), e Levine e Zervos (1998). Nel secondo lavoro, che costituisce un approfondimento del primo, gli autori propongono un'analisi cross-section applicata a 47 paesi, Ocse e non Ocse, riferita al periodo 1976-1993.

Essi regrediscono diverse variabili[29] che misurano la crescita media nel periodo su indicatori di sviluppo del settore bancario e dei mercati finanziari, mentre, per tenere conto dell'eterogeneità dei paesi, sono inoltre considerate diverse altre variabili che influenzano la crescita[30]. I principali risultati sono:

i) la relazione tra sviluppo finanziario e misure di crescita è positiva e significativa;

ii) l'indicatore del credito e quello dei mercati "spiegano" entrambi il processo di crescita: conseguentemente, il finanziamento diretto e quello indiretto offrono un servizio, in entrambi i casi, favorevole alla crescita;

iii) a livelli iniziali di sviluppo finanziario più elevati corrispondono tassi di crescita più elevati nei periodi successivi.

Altre interpretazioni di questo risultato mettono in evidenza, secondo un criterio temporale, l'esistenza di un nesso di causalità tra finanza e crescita del tipo "post hoc, ergo propter hoc".

La relazione fra peso dei mercati finanziari e crescita di lungo periodo è coerente con le interpretazioni teoriche di molti autori (Levine 1991; Holmstrom e Tirole 1993; Bencivenga et al.1995) tanto da divenire la base per le ricerche empiriche di quel periodo.

Un approfondimento dei risultati precedenti si trova in un lavoro di Leahy et al. (2001) che presenta una verifica del legame tra sviluppo finanziario e crescita

[29] Crescita media del prodotto interno lordo, tasso medio di crescita dello stock di capitale pro-capite, crescita della produttività totale dei fattori.

[30] Livello d'istruzione, stabilità politica, tasso di cambio, apertura con l'estero, politiche fiscali e monetarie.

con riferimento ai soli paesi Ocse. La metodologia si basa su una analisi panel per il periodo 1970-1997 su un campione di 19 paesi. Contrariamente a quanto rinvenuto in altri studi, i risultati mostrano l'esistenza di una relazione di lungo periodo positiva tra sviluppo del sistema finanziario e investimenti e, quindi, processo di crescita.

Le variabili utilizzate come indicatori dello sviluppo del sistema finanziario sono la dimensione degli intermediari bancari e, alternativamente, dei mercati finanziari. Gli autori forniscono anche un'indicazione degli effetti dello sviluppo finanziario sull'economia reale. Essi stimano che a un incremento del 10% della quota del credito sul Pil concesso ai privati o della capitalizzazione dei mercati provoca un incremento del PIL dell' 1,1% e del 3,3% rispettivamente. Gli autori, pur non analizzando in maniera diretta il nesso di causalità, individuano quindi nello sviluppo dei mercati più che in quello delle banche, il fondamento della relazione tra finanza e crescita. La validità di questo risultato, tuttavia, è pesantemente condizionata, a priori, dal fatto che sia riferita ai soli paesi Ocse, le cui legislazioni ed il cui alto livello di certezza permettono una stabilità degli scambi che può spiegare lo sbocco del sistema verso i mercati finanziari.

Il ruolo positivo del sistema finanziario nel favorire la crescita, viene confermato in questa fase da lavori che investigano il legame finanza-crescita a livello industriale, in particolare Cetorelli e Gambera (1999) hanno approfondito il legame tra grado di concentrazione nel settore bancario e innovazione nel sistema industriale. Dall'analisi emerge che l'innovazione tecnologica sarebbe maggiormente favorita nei sistemi dove il settore bancario presenta un elevato grado di concentrazione. In questo contesto, infatti, risulterebbero particolarmente favorite le relazioni di lungo periodo e a beneficiarne sarebbero soprattutto le imprese giovani, caratterizzate da significativi costi di screening e monitoraggio, ma ad alto potenziale di redditività. Gli autori sostengono che l'opportunità di instaurare un committiment alla Mayer (1988) nel rapporto principale-agente, produrrebbe per le imprese più giovani e innovative un effetto positivo capace di controbilanciare sia l'effetto negativo della riduzione delle

quantità di credito disponibile (generato dall'allentamento dalla perfetta concorrenza) sia un'eventuale estrazione di rendite da parte delle banche (generata dalla posizione di monopolio informativo). I risultati non sono però confermati se si considerano tutte le imprese e non solamente quelle più giovani. In tal caso, infatti, gli effetti negativi della relazione di lungo periodo banca-cliente sembrano superarne i vantaggi, in base al fatto che situazioni di elevata concentrazione nel mercato bancario possono facilmente sfociare in una distorsione dei flussi di capitali che verrebbero orientati verso le imprese "amiche" rispetto alle nuove entranti, anche se più redditizie.

1.7.2. Critiche alle analisi econometriche tradizionali.

Le indagini empiriche degli anni novanta che hanno ripreso ed approfondito il filone inaugurato da Goldsmith (1969), hanno sostanzialmente confermato il legame positivo fra finanza e crescita, tuttavia a questi risultati sono state mosse critiche sia di ordine teorico che metodologico.

In primo luogo, queste analisi hanno utilizzato lo schema degli studi sulla crescita, che appare limitante in quanto la correlazione positiva nulla dice circa il nesso di causalità tra le variabili. Inoltre tale tipo di analisi, si basa sull'assunzione che tutti i paesi del campione abbiano la stessa struttura economica e gli stessi parametri fondamentali[31], mentre si tratta, nella quasi generalità dei casi, di paesi disomogenei per livelli di sviluppo e strutture finanziarie.

Atre critiche sono state avanzate da un punto di vista prettamente econometrico, i limiti di queste tecniche sono ampiamente riconosciuti dagli stessi studiosi che ne fanno uso (si vedano tra gli altri, Rajan e Zingales 1998, Arestis e Demetriades 1997, Arestis et.al. 2001). Sono noti, infatti, i problemi di endogeneità,

[31] Il lavoro di Levine e Zervos (1998) tiene conto delle differenze tra paesi inserendo parametri di controllo, tuttavia rimane la possibilità che ci siano variabili non considerate che influenzino il risultato.

simultaneità e variabili omesse in questo tipo di indagini. Lo sviluppo finanziario potrebbe essere una proxy del risparmio ed è noto che risparmio e crescita sono correlati, almeno nel lungo periodo. La correlazione positiva tra sviluppo finanziario iniziale e crescita potrebbe, altresì, essere il risultato dell'anticipazione della crescita da parte del settore finanziario (Hahn, 2003) estensione questa dell'impostazione Keynesiana.

Al fianco della critica, questi autori cercano di dare risposta ai quesiti di fondo utilizzando altre tecniche ed altre argomentazioni, nasce così una seconda fase dei risultati empirici.

1.7.3. Sviluppi delle indagini empiriche.

Il lavoro che critica in maniera organica l'interpretazione degli studi cross-section è quello Arestis e Demetriades (1997). Gli autori giungono alla conclusione che sia praticamente impossibile ottenere risposte conclusive sul tema finanza-crescita, se queste scaturiscono dall'uso di confronti sezionali[32].

Difatti gli stessi autori[33], in un lavoro successivo, ricercano il nesso di causalità fra sviluppo finanziario e sviluppo economico effettuando un confronto fra sistemi orientati alle banche e sistemi orientati ai mercati.

L'esercizio, basato su analisi di serie storiche stima che, in Francia, Germania e Giappone, lo sviluppo sia delle banche sia, in misura minore, dei mercati finanziari ha contribuito positivamente alla crescita.

Al contrario, tale relazione non trova riscontro nei sistemi anglosassoni dove lo sviluppo dei mercati appare essere conseguenza piuttosto che causa dello sviluppo del settore reale. Questi risultati vengono giustificati dagli autori con la maggiore capacità delle banche di affrontare il problema delle asimmetrie informative e di promuovere progetti di lungo periodo.

[32] Arestis e Demetriades (1997) pag. 784.
[33] Arestis, Demetriades e Luintel (2001)

Tuttavia questo risultato può essere criticato teoricamente per il fatto di scaturire da un'evidenza empirica che si riferisce a tre sistemi che hanno avuto, nella loro storia, un settore bancario fortemente sviluppato.

Questo potrebbe suggerire che le banche qualora si sviluppino e ne abbiano la possibilità, possano risultare un agente di contrasto per il mercato finanziario o quantomeno un elemento di distorsione dei flussi finanziari.

Nei mercati finanziari viene movimentata ricchezza, in sistemi con concentrazione di ricchezza e liquidità presso le banche è possibile che i principali attori nei mercati siano proprio le banche. Ciò finirebbe con introdurre un passaggio intermedio fra il mercato finanziario ed i singoli operatori, rappresentato dalle banche, che canalizzando flussi finanziari secondo propri obiettivi, potrebbero contrastare i flussi che deriverebbero da un'allocazione lasciata al solo mercato.[34]

Il passaggio successivo, consentito dallo sviluppo di nuove tecniche econometriche, è stato l' utilizzo del Metodo Generalizzato dei Momenti (GMM) di Arellano e Bover (1995) per investigare con maggiore robustezza la relazione tra finanza e crescita. A livello aggregato studi più recenti, che utilizzando il metodo GMM e le sue varianti, confermano la relazione positiva tra indicatori finanziari (sia bancari sia di mercato) e crescita, si ricordano, tra gli altri, Beck, Levine e Loayza (2000) Beck e Levine (2004), Loayza e Ranciere (2002).

La seconda parte del lavoro di Levine, Loayza e Beck (2000) utilizza i dati di La Porta et al. (1997) per verificare se la componente esogena dello sviluppo finanziario abbia un impatto sulla crescita economica e trova conferma di questa ipotesi. L'obiettivo di Levine et al. (2000) è quello di riesaminare il problema utilizzando tecniche econometriche che non siano soggette alle critiche a cui sono stati sottoposti i lavori precedenti, consentendo così di ovviare agli inconvenienti legati alla ricerca del nesso di causalità.

[34] Il caso italiano appare emblematico, in alcuni passaggi storici le alleanze bancarie hanno condizionato le scelte di investimento e le strategie industriali molto più della bontà dei progetti di investimento. Basti ricordare che la morte del presidente onorario di Mediobanca determinò variazioni dei titoli azionari di varie imprese, perché venne interpretata come un possibile mutamento delle strategie della banca stessa, a causa dei cessati legami personali.

In particolare, gli autori si chiedono se e in quale misura indicatori esogeni dello sviluppo finanziario possano influenzare la crescita eliminando il problema della *reverse causation*. Prendendo a prestito una intuizione di La Porta et al (1997,1998) in cui le origini legali del sistema finanziario influenzano l'efficienza dello stesso, si vuole verificare in che misura differenze nei sistemi legali, quali diritti e tutela dei creditori, esecutività dei contratti, regole contabili, possano migliorare il funzionamento dei sistemi finanziari e accelerare la crescita. Il campione riguarda 71 paesi nel periodo 1960-1995 e il metodo usato è quello delle variabili strumentali. Gli autori notano che differenze nell'efficienza del sistema legale-contrattuale e contabile, sono correlate significativamente con gli indicatori di intermediazione finanziaria e spiegano parte delle differenze nei sistemi finanziari e nei tassi di crescita osservati cross country.

Altri metodi, sono stati utilizzati per dimostrare che lo sviluppo finanziario è un fattore causale di crescita economica e non semplicemente un indicatore della stessa.

Uno dei lavori più importanti e più citati in tema di ricerca del nesso di causalità tra sviluppo finanziario e crescita è quello di Rajan e Zingales (1998). In questo lavoro è proposta una verifica empirica dell'affermazione, consolidata in teoria, che il principale meccanismo di trasmissione fra finanza e crescita sia l'abbassamento del costo di reperimento di fondi per le imprese. Viene infatti dimostrato che, dopo aver controllato per il tasso di crescita delle singole economie, i settori industriali maggiormente dipendenti dal finanziamento esterno registrano una crescita relativamente maggiore nei paesi ad elevato sviluppo finanziario[35]. Inoltre, l'analisi giunge alla conclusione che lo sviluppo finanziario favorisce la crescita delle nuove imprese, che, sono maggiormente dipendenti dal finanziamento esterno, rispetto a quelle già in attività.

Pertanto gli autori concludono che lo sviluppo finanziario promuove la crescita indirettamente attraverso una spinta notevole all'innovazione.

[35] L'indagine si riferisce ai soli paesi OCSE.

Un'aspetto trascurato dell'analisi di Rajan e Zingales (1998) riguarda la loro consapevolezza del fatto che le imperfezioni sul mercato finanziario hanno un impatto su investimento e crescita, questa consapevolezza spiega, in parte, il perché del fatto che il loro risultato non sia estendibile ai paesi in via di sviluppo, per definizione altamente imperfetti sotto questo aspetto.

Altro aspetto trascurato della loro analisi riguarda il ruolo da essi attribuito alle politiche di sicurezza sociale: essi affermano che politiche orientate alla regolamentazione del mercato dei capitali possono generare benefici effetti indiretti sul settore privato. Tale considerazione può essere interpretata come una giustificazione del ruolo del policy maker nel contribuire a creare un contesto di stabilità del settore creditizio, prescindendo dal fatto che si tratti di mercato od intermediari (quando si giunge a conclusione che entrambe possono contribuire a svolgere adeguatamente la funzione di intermediazione).

Tuttavia il metodo proposto da Rajan e Zingales non si è rivelato efficace nel momento in cui si è passati dal confronto fra paesi all'analisi del comportamento delle imprese all'interno dei singoli paesi.

Difatti un successivo contributo di Leva e Piazza (2001) che si proponeva di applicare il modello al caso italiano ha, quasi paradossalmente, evidenziato una non significatività dei parametri, suggerendo la critica di ordine generale secondo cui i modelli "calibrati" per una tipologia di sistema difficilmente possono essere applicati ad altri contesti economici in modo analogico.

Una ulteriore verifica del lavoro di Rajan e Zingales (1998) viene effettuata da Fisman e Love (2004). Gli autori utilizzano gli schemi utilizzati da Rajan e Zingales (1998) per effettuare un confronto fra effetti di breve e lungo periodo nell'allocazione delle risorse finanziarie a livello industriale, essi partono dal presupposto che i sistemi ad alto livello di sviluppo finanziario nel lungo periodo, tendono ad avvantaggiare le industrie che sfruttano la loro naturale predisposizione all'utilizzo della finanza esterna.

Nel breve periodo invece, è possibile (secondo gli autori) che il sistema finanziario si orienti al finanziamento di quelle imprese con buone prospettive di

crescita, prescindendo dal fatto che si finanzino esclusivamente attraverso canali di finanziamento esterno. Gli autori concludono che la relazione fra crescita economica e finanziamento esterno valga solo nel lungo periodo.

Questa conclusione è coerente in un contesto di competizione bancaria, l'operatore finanziario per poter espandere la propria attività di finanziamento deve poter selezionare investimenti maggiormente profittevoli, e questo può portare anche ad investimenti in imprese non legate strutturalmente al finanziamento esterno, che però garantiscano alti profitti. Queste conclusioni indeboliscono il risultato di Rajan e Zingales (1998), in quanto essi avevano intenzione di provare il rapporto finanza-crescita, dimostrando che le imprese che più si rivolgono al finanziamento esternano beneficiano dello sviluppo del settore finanziario crescendo in misura maggiore rispetto alle altre, questo ragionamento dovrebbe essere valido sia nel breve che nel lungo periodo, venuto meno il legame anche solo nel breve periodo, il nesso individuato appare indebolito.

Un'altra strada, esplorata da Jayaratne e Strahan (1996), è quella di confrontare esperienze per le quali si può supporre che l'unica differenza rilevante sia il livello di sviluppo finanziario. Gli autori analizzano la crescita dell'economia locale prima e dopo la deregolamentazione bancaria, avvenuta in diversi stati federali negli Usa a partire dal 1972. Il coefficiente associato alla liberalizzazione degli sportelli all'interno dello Stato è positivo e significativo e il tasso di crescita risulta essere più che raddoppiato dopo circa un anno dalla deregolamentazione.

Inoltre, sulla base dell'evidenza disponibile, gli autori fanno risalire la crescita non all'aumento del volume di credito (fatto che potrebbe tra l' altro risollevare dubbi sul nesso di causalità), ma alla sua migliore qualità favorendo quindi un'interpretazione del nesso finanzia-crescita basata su meccanismi di allocazione più che di accumulazione.

Anche in un altro recente lavoro (Lucchetti et al. 2001) si sostiene, seguendo un tema schumpeteriano, che la funzione di allocazione del credito e selezione delle attività innovative da parte del sistema finanziario rivesta un ruolo altrettanto importante, se non cruciale, rispetto a quella di accumulazione di capitale. Le

misure di sviluppo finanziario e reale comunemente adottate, danno (secondo questi autori) una visione potenzialmente restrittiva della funzione finanziaria (e più precisamente di quella bancaria) nel sistema economico, concentrandosi esclusivamente sul ruolo svolto nell'accumulazione del capitale. In questa prospettiva, lo sviluppo finanziario andrebbe pertanto approssimato, oltre che con variabili legate alla quantità di risorse messe a disposizione del sistema produttivo, anche con indicatori della capacità allocativa del sistema. Misure di questo tipo avrebbero, tra l'altro, il vantaggio di soffrire in misura minore del *bias* di simultaneità con lo sviluppo economico rispetto al volume di credito erogato.

1.8. Bank-based o market-oriented?

A tutt'oggi, è com'era in un certo senso emerso anche dall'analisi teorica, la questione della preferibilità di un tipo di sistema finanziario rispetto a un altro rimane irrisolta, tuttavia l'ottica con il quale viene condotta questa ricerca è radicalmente cambiata. Nelle prime fasi della ricerca empirica sul rapporto finanza-crescita, lo studio del confronto fra sistemi orientati alle banche o ai mercati, aveva l'obiettivo di sancire quale fosse la modalità di intermediazione superiore in senso assoluto. Raggiunto un sufficiente livello di condivisione sul fatto che entrambe hanno dimostrato di poter sostenere lo sviluppo economico (il confronto fra Germania e Gran Bretagna lo dimostra), il focus si è spostato sul mix efficiente di banche e mercati in un sistema economico. Vale a dire, è possibile che a diverse condizioni di sviluppo economico corrispondano diverse esigenze in termini di finanziamento tali da richiedere più banche o più mercato a seconda dei casi?

Questa breve rassegna serve a sottolineare i principali e più recenti risultati raggiunti su questo punto. Ad esempio, l'analisi cross-section di Beck e Levine (2002) suggerisce che la differenza tra sistema orientato alle banche e sistema

orientato ai mercati non ha rilevanza per lo stimolo alla crescita, e questo conferma anche le critiche teoriche mosse a questo tipo di impostazioni. Ciò che conta, è la dimensione del sistema finanziario, che deve essere sufficientemente ampia, nonché altri fattori come la *corporate governance* e la protezione dei diritti dei creditori, oltre alla capacità funzionale del sistema finanziario di relazionarsi col settore reale. La dimensione del sistema finanziario, oltre che fonte di economie di scala, è importante in quanto permette una diversificazione delle fonti di finanziamento, oltre ad agire da completamento alle fonti interne alle imprese (Davies,2001). Peraltro, come già indicato, le analisi *time series* (Arestis, Demetriades e Luintel 2001; Shan, Morris e Sun 2001) indicano sia che il sistema orientato alle banche è più rilevante per la crescita di quanto generalmente ritenuto, sia soprattutto, che le specificità nazionali delle relazioni finanza-crescita meritino maggiore attenzione di quanto la letteratura meno recente suggerisse. Questo aspetto suggerisce che nell'analizzare i percorsi di sviluppo economico dei vari paesi in ritardo di industrializzazione, deve essere considerato il contesto specifico e la qualità delle relazioni fra settore reale e settore finanziario. Anche per i paesi sviluppati questo ha importanti implicazioni in considerazione dei processi di integrazione finanziaria internazionale (Leva e Piazza 2001).

Un corposo numero di ricerche empiriche a livello macroeconomico studia se, e in quale misura, il settore bancario e i mercati azionari promuovono in maniera differenziata la crescita dell'economia. Quale di questi sistemi è in grado di promuovere maggiormente la crescita? Si tratta di sistemi alternativi o complementari?

Per rispondere al quesito, accanto alle tradizionali misure dello sviluppo del sistema bancario sono stati costruiti indicatori dello sviluppo dei mercati finanziari. Demirgüç-Kunt e Levine (1996) definiscono alcuni principali indicatori del mercato azionario. Il primo è il valore totale delle azioni quotate sul PIL (capitalizzazione del mercato). Gli altri due indicatori misurano la liquidità dei mercati finanziari: *the value traded ratio*, dato dal rapporto tra

valore totale delle azioni scambiate sul mercato interno rispetto al PIL e il *turnover ratio*, dato dal rapporto tra il valore delle azioni scambiate e la capitalizzazione del mercato. Quest'ultima misura è particolarmente rappresentativa dell'importanza del mercato azionario e il suo impatto sulla crescita economica è stato trovato essere positivo. Si può immaginare che un mercato con un elevato *turnover ratio* è indice di vitalità del mercato stesso e di minori costi di transazione. Usando questi indici su un campione abbastanza vasto di paesi, comprendenti anche il gruppo dei paesi meno sviluppati nel periodo1986-1993, si evidenzia una correlazione positiva tra reddito pro-capite e sviluppo dei mercati azionari. In un altro lavoro gli stessi autori (Demirgüç-Kunt e Levine 1996) mettendo assieme tutte le tipologie di indicatori finanziari, dimostrano una correlazione positiva con gli indici dello sviluppo dell'intermediazione finanziaria. L'implicazione è che i due tipi di finanziamento, intermediazione e finanziamento diretto, mostrano una forte complementarietà.

Gli stessi tipi di indicatori sono usati da Levine e Zervos (1998) per investigare il ruolo del settore finanziario per 42 paesi nel periodo 1976-1993. Entrambi gli indici di liquidità già descritti esibiscono una grande variabilità tra paesi. Guardando ai soli paesi sviluppati essi si rivelano molto elevati per paesi come la Svizzera, Stati Uniti, Gran Bretagna, Giappone, Israele mentre risultano più bassi per paesi come l' Italia e la Spagna. Levine e Zervos (1998) includono tali indici nelle loro regressioni insieme a quelli della intermediazione bancaria (credito privato/PIL), dopo avere controllato per altri fattori di crescita, per verificare se queste misure di liquidità del mercato azionario si aggiungono a quelli già noti dell'intermediazione nell'influenzare la crescita. I risultati rivelano che i coefficienti dei livelli iniziali del *turnover ratio* e del *value traded ratio* sono statisticamente significativi e correlati positivamente con la crescita futura (dei successivi 18 anni) del reddito, del capitale e della produttività. La loro conclusione è che i mercati forniscono servizi aggiuntivi essenziali per la

crescita. Tale associazione è particolarmente robusta, quale che sia il livello dell'intermediazione finanziaria, per i paesi in via di sviluppo.

Risultati leggermente diversi in questo senso, emergono dall'indagine con il metodo delle serie storiche di Arestis e Dememetriades (1997) e Arestis et al. (2001). Gli autori sostengono la sostituibilità tra strutture finanziarie orientate ai mercati e alle banche, e studiano la relazione tra mercati finanziari e la crescita in cinque economie sviluppate (USA, Giappone, Gran Bretagna, Germania e Francia) controllando per le variabili dell'intermediazione bancaria. Il loro risultato è che le banche hanno una maggiore influenza nel promuovere la crescita rispetto ai mercati finanziari. Il ruolo assegnato a questi ultimi sarebbe stato esagerato dall' utilizzo delle metodologie econometriche cross-country. In realtà la scelta dei paesi da parte degli autori, la maggioranza dei quali ha strutture finanziare basate sul sistema bancario, potrebbe aver distorto il risultato. Infatti, l'influenza positiva del sistema bancario sulla crescita è osservata per i paesi Giappone, Germania e Francia notoriamente con strutture finanziarie orientate alle banche.

Concludendo, non appare possibile definire una metodologia di intermediazione superiore in senso assoluto, le due forme hanno efficienza diversa in contesti diversi, nei paesi a più antica industrializzazione mostrano una forte complementarietà. Nei paesi in via di sviluppo è il settore bancario ad avere un ruolo determinante per la sua capacità di garantire un sostegno durevole in contesti instabili.

1.9. Evoluzione storica dei sistemi finanziari, origine coloniale, legale e performance del sistema.

Molti economisti e scienziati sociali credono che le differenze in termini di istituzioni e condivisione delle regole dello stato, siano alla radice delle grandi differenze in termini di reddito pro capite fra i vari sistemi.

Per analogia, anche lo sviluppo finanziario può essere influenzato da fattori connaturati alla nascita ed all'evoluzione delle strutture istituzionali costitutive di ogni stato moderno. Questo filone di letteratura si è incrociato ad un certo punto con lo studio del rapporto finanza-crescita. Le difficoltà di giustificare il nesso causale, come già si è detto, hanno spinto molti autori a ricercare in variabili "terze", rappresentate dall'origine legale ed istituzionale, un modo per superare il problema. L'utilizzo delle ripartizioni sull'origine legale del sistema finanziario scaturite dal filone inaugurato da La Porta et al.(1997,1998,1999), ha rilanciato l'attenzione degli studiosi sulla diversa evoluzione dei sistemi economici, permettendo dal punto di vista teorico di proporre argomentazioni che non obbligassero a considerare i sistemi economici come rappresentabili allo stesso modo.

E' questo il senso del contributo di Acemoglu et. al.(2000), in questo lavoro viene posto con forza il problema dell'impatto coloniale, e si cercano differenze in termini di approccio legale-istituzionale in grado di spiegare le differenti strade intraprese dai vari paesi in termini di sviluppo economico e finanziario. Gli autori confrontano le esperienze coloniali Europee, a livello di strategie utilizzate ed istituzioni che ne scaturivano.

Laddove le esperienze coloniali favorivano la nascita di istituzioni stabili e partecipazione dei residenti alla distribuzione delle risorse, il risultato è un sistema che favorisce ed incoraggia l'investimento (è il caso di Stati Uniti, Australia e Nuova Zelanda), laddove invece, la colonizzazione si concretizzava in un tentativo di trasferire risorse verso il paese colonizzante senza adeguata attenzione per le istituzioni locali, ciò finiva per generare conflitto, e la nascita di sistemi altamente instabili (vengono citati ad esempio il Congo e la Costa D'Avorio) non in grado di favorire nuovi investimenti.

Per misurare questi fenomeni gli autori utilizzano indici di mortalità delle figure riconducibili alla colonizzazione (soldati, marinai ma anche religiosi).

Gli autori documentano una relazione fra tasso di mortalità e le misure sul rendimento delle istituzioni, successivamente confrontano i livelli istituzionali

iniziali con indicatori istituzionali odierni, e la relazione con i diversi livelli di reddito viene confermata. La tipologia coloniale viene considerata come "genuinamente" esogena, ed i risultati suggeriscono che a guadagnare da istituzioni migliori sono soprattutto i paesi poveri. Gli autori stabiliscono anche che le loro stime non risentono di outlier, e sono robuste rispetto alle altre possibili interferenze fattoriali (clima, malattie, differenze religiose, e soprattutto risorse naturali).

Questo lavoro non sfugge al quesito sugli altri fattori che possono essere state concause del maggiore o minore sviluppo, esso può prestarsi ad alcune critiche, ad esempio quelle relative alla differenza geografica (i paesi instabili sono per lo più africani ed il Sudafrica non può essere considerato un paese rappresentativo dell'Africa per la presenza stabile dei Boeri che risale a molto tempo prima dell'esperienza coloniale vera e propria). Senza dubbio da questo lavoro si può estrarre un principio di ordine generale e cioè, che, qualora il sistema sia fortemente conflittuale, le performance istituzionali ed economiche potrebbero essere fortemente condizionate, questo vale sia per il periodo coloniale che per i successivi governi conflittuali sperimentatisi in Africa ed America Latina in tutto il secolo scorso.

Il lavoro di La Porta et al. (1999) raccoglie i dati di 49 paesi e li suddivide a seconda dell' origine geografica del loro sistema legale (anglosassone, francese, tedesca, scandinava) mostrando che questa origine è alla radice delle differenze in alcune importanti caratteristiche del sistema finanziario, tutela dei creditori, efficienza del sistema legale, standard contabili). Poiché questa origine è spesso legata al colonialismo e mostra poche variazioni nel tempo, viene considerata genuinamente esogena.

Gli autori mettono in risalto le performance della common law inglese, contro la civil law francese, sostenendo che quella tedesca e quella scandinava si posizionano nel mezzo dal punto di vista dell'efficienza dei loro sistemi legali nel favorire lo sviluppo finanziario ed economico.

La spiegazione di questi risultati potrebbe risiedere sia nella selezione dei paesi, che nelle sostanziali differenze nella politica coloniale adottata dai vari stati. In primo luogo, la colonizzazione tedesca ha delle caratteristiche assolutamente peculiari rispetto alle altre, la sua presenza è di molto successiva e generalmente, subentrava ad altre forme coloniali, quali quelle inglesi, olandese e portoghese. Questo non permette di stabilire fino a che punto sia valida la relazione in esame o quantomeno non ci permette di attribuire i meriti (demeriti) dello sviluppo di queste aree esclusivamente al sistema legale tedesco.

I paesi scandinavi sono e restano gli stessi senza esperienze coloniali attive o passive, questo può far pensare che il livello di sviluppo da loro evidenziato sia proprio, e non sia grandemente influenzato dalle forme di regolamentazione legale che, autonomamente, hanno deciso di darsi. La preminenza ed il successo del sistema inglese[36] possono essere anch'essi motivo di discussione, la caratteristica della colonizzazione inglese era quella di cercare il dialogo con le autorità preesistenti considerandoli interlocutori ed attuando una forma di collaborazione (seppur molto asimmetrica). Le stesse ragioni, a rovescio, possono spiegare il risultato negativo della colonizzazione francese la cui caratteristica era azzerare i potentati locali e sostituirli con delegati del governo francese, il conflitto che ne scaturiva probabilmente generava tensioni che spiegano le basse performances, meglio del sistema legale in se.

Questa ricostruzione permette di chiarire perché nella successiva analisi di Beck, le cattive performances del sistema della civil law francese non valgano per la stessa Francia.

Beck e Levine (2002) esaminano il ruolo dei sistemi legali nello spiegare lo sviluppo finanziario, in particolare, la loro attenzione si sofferma sulla tutela legale dei creditori e dei diritti di proprietà, tale concetto è interessante e decisivo soprattutto quando dall'analisi della forma del sistema, si passi ad un analisi funzionale dell'efficacia che i sistemi hanno nel garantire "l'effettività" del

[36] Tra gli altri Zingales afferma che non ci sono motivi di ordine teorico per affermare che il sistema legale della Civil Law non possa sostenere adeguatamente la crescita economica, la distinzione fra i due sistemi sarebbe quindi arbitraria.

contenuto normativo. Si è detto e si sottolineerà ulteriormente, che, l'effettività delle norme dipende dal grado di condivisione del sistema, che può essere anche approssimato dal livello di conflitto sociale e dell'instabilità in senso più generale. Conseguenza di quest'ultima riflessione è che, affinché da buone norme scaturiscano buoni sistemi, e dai buoni sistemi scaturiscano efficacia ed efficienza degli scambi, è necessario che nei vari passaggi il sistema affronti un numero di opposizioni conflittuali minore possibile.

Il concentrarsi su meccanismi specifici consente progressi nel dibattito sulla causalità e permette anche di trarre alcune indicazioni di policy. Ad esempio, la presenza di un adeguato sistema di protezione dei creditori o lo sviluppo di elevati standard contabili possono agire come sostituti del tradizionale *collateral* fisico e come questo, ridurre i problemi di agenzia propri di un finanziamento (La Porta et al. 1997 e 1999; Carlin e Mayer 1999, Giannetti 2000).

1.10. Approcci empirici allo studio del rapporta finanza-crescita in una prospettiva regionale.

L'evidenza empirica *cross-section* ha mostrato prevalentemente, finora, una relazione positiva tra intermediazione finanziaria e crescita economica a livello regionale[37].

La letteratura empirica considera l'evoluzione delle strutture finanziarie e la dipendenza finanziaria, come i due elementi chiave per analizzare l'impatto della finanza sullo sviluppo. L'evoluzione delle strutture finanziarie può essere intesa sia in termini di innovazione che, soprattutto, in termini di mutamenti normativi che possono incidere sulla localizzazione dell'impresa bancaria e sulle sue decisioni gestionali (assetti proprietari, concorrenza e concentrazione).

Molti studi su questo tema assumono il volume il credito bancario erogato come variabile per misurare lo sviluppo finanziario (Mackay e Molyneux 1996).

[37] Tuttavia recenti studi (sia teorici che empirici) sollevano molti interrogativi teorici rispetto a questi risultati, ed in particolare alla loro generalizzazione (Favara 2004, Watchel 2005).

In questo contesto, King e Levine (1993) mostrano che: (1) esiste una correlazione positiva e significativa tra credito bancario e sviluppo economico; (2) la liberalizzazione dei mercati finanziari si correla ad alti tassi di crescita economica, per via della riduzione dei costi di intermediazione che determina[38].

Rousseau e Wachtel (1998) mostrano che lo sviluppo finanziario ha un effetto positivo sulla crescita di lungo periodo, specie nei paesi ai primi stadi di sviluppo economico. Il primo significativo passo verso la contestualizzazione dei risultati empirici, è il lavoro di Rioja e Valev (2004), essi evidenziano che la relazione positiva fra sviluppo finanziario e crescita sia variabile, a seconda dello stadio di sviluppo economico, tuttavia gli autori confermano la relazione positiva tra finanza e crescita, attribuendo le differenze al livello di sviluppo finanziario iniziale, partendo dalla considerazione che sia differente fra paese e paese.

Proprio tenendo conto del ruolo dei fattori non osservabili che differenziano i vari paesi (il c.d. effetto paese) sono stati presi in considerazione dei correttivi per le analisi empiriche. Beck et al. (2000) e Levine et al. (2002) dimostrano che è possibile confermare il legame positivo fra crescita economica e sviluppo finanziario, nonostante i problemi evidenziati come quello delle variabili omesse, simultaneità e causalità inversa, a patto che gli effetti delle variabili non osservabili siano adeguatamente controllati[39]. Considerando questi effetti individuali, Benhabib e Spiegel (2000) valutano le varie equazioni di crescita di tipo neoclassico e, con l'ausilio di modelli di crescita endogena, dimostrando che gli indicatori associati allo sviluppo finanziario esercitano un impatto positivo sui parametri associati alla produttività totale dei fattori e degli investimenti.

Un'altra direzione, intrapresa dalla letteratura sulla crescita regionale per ovviare alla difficoltà interpretativa del legame tra finanza e crescita, è quella che riguarda il ruolo della dipendenza finanziaria delle imprese. Si suppone che le

[38] Questo punto è stato contestato in un lavoro di A. Morrison (2000), nel quale l'autrice dimostrava che nel caso sudamericano, e nel Cile in particolare, l'apertura di mercati finanziari poveri di regole ha destabilizzato il tessuto economico.

[39] In entrambi i lavori per ovviare alle problematiche evidenziate in precedenza, essi utilizzano variabili strumentali (origine del sistema legale) derivate dai lavori di La Porta et. al.(2008), subendo tuttavia le stesse critiche metodologiche rivolte al lavoro originale (si veda a tal proposito la discussione proposta nel cap. 1).

imprese che maggiormente si rivolgono al finanziamento esterno (come già detto) sarebbero maggiormente avvantaggiate dallo sviluppo del sistema finanziario. A tal proposito, Rajan e Zingales (1998) analizzano queste relazioni e trovano riscontro di questa ipotesi, concludendo che la riduzione dei costi di intermediazione favorisce la crescita delle imprese maggiormente orientate alla finanza esterna. Cetorelli e Gambera (2002) integrano gli studi sulla dipendenza finanziaria includendo considerazioni sulla struttura del mercato. I loro risultati evidenziano sorprendentemente, che un aumento della concentrazione nel mercato finanziario (approssimata dall'indice di Herfindahl–Hirschman, HHI) comporti dei benefici per le imprese dipendenti dal finanziamento esterno, non solo, migliorerebbero anche le condizioni di accesso al credito per le nuove imprese che entrano sul mercato[40].

Carbo et al. (2003), invece, non trovano relazione fra concentrazione bancaria e crescita economica e suggeriscono che all'interno dei singoli paesi esistano altri fattori in grado di influenzare entrambe le variabili, a tal proposito, segnalano la diffusione ed il numero di filiali sul territorio.

Un ampio filone di ricerca si è occupato di confrontare i sistemi finanziari orientati alle banche (in cui l'intermediazione bancaria è prevalente, Germania, Francia e Giappone in particolare) e sistemi finanziari nei quali gli operatori scambiano risorse prevalentemente sul mercato dei capitali (USA come esempio paradigmatico). Il dibattito ruota attorno alle differenze fra le due tipologie e sulla possibile maggiore efficienza dell'una o dell'altra tipologia di intermediazione. Secondo Levine (2002), sia l'intermediazione di mercato che quella bancaria hanno effetti positivi sulla crescita.

Secondo il lavoro di Demirguc-Kunt e Maksimovic (2002), utilizzando un'analisi cross country e dati microeconomici, si afferma che l'intermediazione bancaria ha effetti positivi nel breve periodo, mentre a medio-lungo termine emergono maggiormente gli effetti positivi dello sviluppo del mercato dei capitali.

[40] Questo risultato è stato criticato nei paragrafi precedenti.

Altri filoni di ricerca hanno messo in evidenza il ruolo che hanno i fattori legali, istituzionali e socio-politici, nella determinazione dell'impatto del sistema finanziario sulla crescita. Mentre altri autori si sono concentrati sulle modificazioni normative, ed in particolare, sui processi di liberalizzazione delle attività bancarie (che permetterebbero un aumento della base creditizia contribuendo all'espansione del mercato finanziario). Essi dimostrano che le liberalizzazioni provocano un aumento dell'efficienza del mercato aumentando l'impatto positivo sulla crescita economica (Arestis e Demetriades 1997; Jayaratne e Strahan 1996; La Porta et al. 1998, 2002; Carbo e Rodriguez 2004).

1.11. Gli elementi di criticità nello studio del nesso finanza-crescita nei contributi di Morrison, Favara, Rioja e Valev.

La non univocità dei risultati empirici raggiunti unita al problema della *reverse causation* ha comportato negli ultimi tempi un ulteriore approfondimento delle indagini empiriche.

Questo filone si caratterizza per alcuni elementi metodologici innovativi:

- Gli studi ampliano il campione di analisi ad un numero maggiore di paesi in cui il peso dei paesi in via di sviluppo da minoritario diventa prevalente.
- Vengono effettuati studi che si soffermano esclusivamente su paesi in ritardo di industrializzazione.
- Gli studi effettuano un confronto fra i diversi metodi utilizzati per verificare se il risultato sia condizionato dalle tecniche utilizzate.

Il contributo di Morrison (2001) è il primo lavoro che mette in discussione alcuni paradigmi consolidati nella letteratura. Utilizzando le *time series* su un campione di 12 paesi, l'autrice si propone di verificare il rapporto finanza-crescita nel contesto dell'America Latina e di analizzare gli effetti che la liberalizzazione finanziaria ha comportato per gli stessi sistemi.

I risultati di questa analisi lasciano poco spazio all'interpretazione, nessuna evidenza mostra causalità unidirezionale, inoltre nei paesi in cui si è avuto un processo di liberalizzazione finanziaria (es:Cile) non si evidenzia neanche il semplice legame tra finanza e crescita. I risultati appaiono tanto più sorprendenti (rispetto alla teoria condivisa) allorché evidenziano che il canale attraverso il quale la finanza influenza la crescita non è quello degli investimenti, che introdotti nelle stime fanno perdere di significatività i parametri associati. L'autrice non trova conferma neanche della relazione fra qualità dell'investimento e reddito.

Qualora presente, il nesso di causalità sembra seguire le peculiarità del sistema analizzato e non i paradigmi teorici riconosciuti. L'autrice commentando i risultati conclude che la liberalizzazione dei mercati in ambienti poveri di regolamentazione può condurre ad una riduzione del reddito anziché ad un aumento, pur riconoscendo che questa affermazione deve essere confermata da ulteriori approfondimenti. I fattori che determinano tale risultato sono, secondo l'autrice, il sistema politico e la struttura oligopolistica del settore bancario.

Generalizzando questi risultati possono essere ricondotti alle teorie che si occupano di interpretare i processi di sviluppo dei paesi di seconda e terza industrializzazione, in particolare la teoria delle asimmetrie informative e la teoria del rischio.

Questo risultato impone delle considerazioni in termini di policy, quali la necessità dell'intervento normativo nei sistemi poveri di regolamentazione, (i sistemi in cui non si evidenziava legame) e la necessità di un intervento a favore del rilancio del credito da parte di istituzioni pubbliche ed enti sovranazionali[41].

I più recenti risultati di Rioja e Valev (2004) rivelano come l'impatto delle strutture finanziarie dipenda essenzialmente dallo stadio dello sviluppo economico dei paesi o della regione. L'esame dei paesi con diversi livelli di

[41] Questo lavoro pur non avendo trovato vasto eco negli ambienti accademici è stato ripreso dagli organismi statali sud americani ed in particolare dal Governo Brasiliano. L'importanza di questo lavoro risiede soprattutto nella novità dei risultati raggiunti, l'impostazione dell'autrice trova riscontro in molti lavori successivi [sul piano teorico Castelnuovo (2005), mentre sul piano empirico sono compatibili i risultati ottenuti da Favara (2004) ed da Rioja e Valev (2003) successivamente ripresi da Levine (2004)].

sviluppo segnalerebbe che l'impatto maggiore delle variabili finanziarie si avrebbe nelle regioni con un livello di sviluppo finanziario intermedio, mentre i paesi con sviluppo finanziario avanzato, e quelli a basso grado di sviluppo finanziario, beneficerebbero in misura inferiore di miglioramenti nei servizi finanziari alle imprese e alle famiglie.

Ancora più recente ed innovativo sul piano econometrico è il metodo dinamico denominato *Pooled Mean Group* proposto da Pesaran, Shin e Smith (1999) che tiene conto dell'eterogeneità dei coefficienti di sviluppo finanziario tra paesi.

Questo metodo viene utilizzato tra gli altri da Favara (2004). La novità di quest'ultimo studio risiede nella conferma della relazione positiva tra finanza e crescita, quando si utilizzano i metodi tradizionali, mentre i coefficienti rilevanti diventano ambigui e statisticamente non significativi, quando si sfruttano le informazioni contenute nelle serie temporali con frequenze annuali e quando, viene utilizzata la tecnica che tiene conto dell'eterogeneità dello sviluppo finanziario tra paesi. Di minore rilevanza numerica, ma in costante evoluzione, è l'insieme recente di studi basati su serie temporali che cercano di studiare con tecniche di cointegrazione e metodologie VAR la relazione di lungo periodo tra la finanza e la crescita (Calderon e Liu 2003, Hansson e Jonung 1997, per citarne alcuni).

1.12. Considerazioni conclusive sull'evoluzione della letteratura empirica.

A conclusione di questa ricognizione sui principali risultati empirici, è utile evidenziare (seppur in modo sintetico) alcuni elementi che ci consentano di comprendere l'evoluzione della letteratura empirica ed i possibili percorsi di sviluppo della stessa.

Due elementi, in particolare, hanno condizionato l'evoluzione delle ricerche empiriche sul tema finanza-crescita.

In primo luogo, la disponibilità dei dati, sia dal punto di vista del campione di sistemi economici disponibili, sia dal punto di vista del livello di disaggregazione (e di accuratezza) dei dati stessi. Tale disponibilità di dati ha fortemente condizionato la ricerca empirica specie fino alla fine degli anni '90, poiché molti dei dati utili sui sistemi economici in via di sviluppo non erano disponibili.

In secondo luogo, il dibattito sulle tecniche econometriche ha assunto, in virtù delle difficoltà di carattere metodologico legate a questo specifico tema, un ruolo fondamentale nell'indirizzare l'evoluzione delle analisi empiriche.

Al termine di quest'analisi della letteratura, è possibile raggruppare in forma stilizzata i risultati raggiunti in tre grandi gruppi.

Una prima classe di indagini empiriche fa ricorso a dati sezionali, e confronta sistemi economici con un diverso livello di sviluppo in un unico campione, cercando di tenere conto delle diverse caratteristiche dei sistemi economici con varie tecniche[42]. Sul piano metodologico vengono regrediti indicatori dello sviluppo del settore finanziario, rispetto ad indicatori della crescita economica.

A livello microeconomico, il confronto avviene a livello di settore industriale, e studia l'impatto delle modificazioni normative del settore creditizio sui risultati economici delle imprese. Il risultato raggiunto, da questo primo gruppo di lavori empirici, è quello di affermare che il settore finanziario offra un supporto positivo alla crescita economica, senza riuscire, tuttavia, a stabilire in modo univoco il nesso di causalità.

Nel secondo gruppo di indagini, che tengono conto delle critiche rivolte all'utilizzo di confronti sezionali per studiare il rapporto finanza crescita, si utilizzano serie storiche, oppure, avvalendosi del filone di studi inaugurato da La Porta et. al. (1997), si utilizza la tecnica delle variabili strumentali per aggirare il problema della *reverse causation.*

A livello microeconomico, sempre per superare il problema della causalità, vengono confrontati settori industriali con un maggiore o minore grado di

[42] Ad esempio inserendo variabili dicotomiche "dummy", oppure inserendo indicatori di ordine sociale e politico (si veda ad esempio Levine e Zervos 1998).

dipendenza dal finanziamento esterno, e se ne confrontano le performances economiche[43].

I risultati ottenuti da questo secondo gruppo di indagini confermano il ruolo positivo della finanza sulla crescita, senza fugare i dubbi sulla direzione del nesso di causalità, in quanto l'uso delle ripartizioni introdotte da La Porta et al. (1997) viene ampliamente criticato ed, inoltre, introduce nel dibattito il ruolo delle variabili istituzionali e sociopolitiche, i cui effetti non sono di facile identificazione.

Anche i risultati raggiunti dagli studi a livello microeconomico vengono messi in discussione, quando lo stesso modello viene applicato a sistemi economici diversi[44]. In più, alcune delle analisi svolte in questa fase, tendono a delimitare gli effetti positivi della finanza sulla crescita al solo lungo periodo[45].

Il terzo gruppo di indagini empiriche si caratterizza per tre elementi: l'uso di un campione di paesi più ampio dovuto alla disponibilità di nuovi dati; l'uso di affinamenti delle tecniche econometriche introdotte proprio a seguito del dibattito fra gli econometristi sulle tecniche utilizzabili per descrivere adeguatamente il legame fra finanza e crescita; la disaggregazione del campione d'analisi che consente di effettuare confronti fra sistemi economici con un grado maggiore di omogeneità (ad esempio quando si tiene conto del diverso livello di sviluppo economico[46]).

Secondo queste indagini, alcuni risultati potrebbero essere fortemente influenzati dalle tecniche econometriche utilizzate[47], aspetto tra l'altro già evidenziato sul piano teorico da Arestis e Demetriades (1997). Il rapporto finanza-crescita sarebbe condizionato anche dal livello di sviluppo del sistema economico[48],

[43] Rajan e Zingales (1998).
[44] Leva e Piazza (2004) .
[45] Fisman e Love (2004).
[46] In letteratura questa necessità era ben compresa da molto tempo, secondo Rybczynsky (1988) un sistema produttivo ha esigenze di finanziamento diverse a seconda che sia in una fase di prima industrializzazione o di maturità industriale. In questo lavoro la necessità di disaggregare il campione è determinata dall'ipotesi, ulteriore, che i paesi in via di sviluppo siano più fragili sul piano della fiducia sistemica e del diverso livello di stabilità (Watchel 2005).
[47] Favara (2004).
[48] Rioja e Valev (2004).

ovvero dal suo grado di complessità e stabilità. A livello di sottogruppi, procedendo verso livelli più elevati di instabilità, di fragilità istituzionale e sociopolitica, ed a livelli più bassi di reddito, il legame fra finanza e sviluppo economico scomparirebbe, mentre il ruolo del sistema finanziario nel promuovere la crescita emergerebbe con maggiore chiarezza agli stadi intermedi dello sviluppo economico[49].

I risultati ottenuti da quest'ultimo filone d'analisi, suggeriscono una rivisitazione teorica, in particolare, un indagine sugli elementi che possono interferire nel rapporto fra intermediazione finanziaria e sistema produttivo.

Appare necessaria una classificazione dei sistemi economici che consenta di "isolare" il rapporto finanza crescita al riparo dai "disturbi" che l'ambiente economico circostante determina. Una volta effettuato questo ulteriore passaggio, si potrà capire il perché di evidenze empiriche così diverse, e delineare (stante le difficoltà di individuare il nesso causale) un percorso dello sviluppo economico che tenga conto dei fattori sistemici, i quali possono ostacolare fino ad impedire una corretta dialettica fra sistema finanziario e settore reale.

Questo ulteriore *step* può permettere dal punto di vista delle policy la comprensione delle priorità di interventi nei differenti stadi, mentre dal punto di vista scientifico può consentire ricerche mirate allo studio delle iterazioni fra finanza e crescita in contesti specifici, e di inquadrare i risultati ottenuti in uno schema coerente ed unitario.

[49] Rioja e Valev (2004).

Capitolo 2

Il rapporto finanza, crescita e sviluppo economico: proposte ed elementi per un'analisi comparativa.

2.1. Introduzione

L'analisi comparativa dei sistemi finanziari è una delle branche tematiche che sta ricevendo un livello di attenzione crescente, da parte degli studiosi che si occupano del rapporto fra finanza e crescita. Tale interesse può essere ricondotto a due ordini di ragioni.

In primo luogo si assiste a crescenti contatti, interazioni e integrazioni tra i sistemi economico-finanziari. Il settore finanziario è tra quelli che maggiormente risentono degli effetti della globalizzazione, o per meglio dire, della possibilità che azioni intraprese in un luogo comportino effetti in luoghi geograficamente molto distanti. Questo fenomeno viene amplificato dalle innovazioni tecniche in campo finanziario che hanno consentito negli ultimi decenni un drastico abbattimento dei tempi necessari, ad esempio, per trasferire risorse o acquisire/cedere *assets* finanziari.

In secondo luogo, i risultati raggiunti dell'analisi teorica ed empirica sull'impatto dei diversi sistemi finanziari sulla crescita, negli ultimi due decenni, si sono rivelati di difficile lettura. Conseguentemente un vasto filone di ricerca si è orientato allo studio delle componenti che all'interno di un sistema economico

possono condizionare i risultati del sistema finanziario (nascita e ruolo delle istituzioni, sistemi sociali, dinamiche geopolitiche).

Questo processo (che rappresenta il punto di partenza di quest'analisi) nasce principalmente per consentire il superamento delle difficoltà riscontrate dalla letteratura empirica, tuttavia, ben presto si afferma come filone di ricerca a se stante, e si caratterizza per un approccio multidisciplinare[50].

Le linee teoriche prevalenti, fino a metà degli anni '90, si caratterizzavano per l'aspirazione a costruire un modello di riferimento (del rapporto che lega sistema finanziario e settore reale) valido per ogni realtà economica e, solo successivamente, a costruire una scala di valori entro cui inserire i vari modelli e le concrete esperienze economiche realizzatesi[51]. Questo tipo di impostazione è entrata in crisi, ed appare paradigmatico per rappresentare questa situazione il caso del lavoro di Leva e Piazza (2004).

Questi autori hanno inteso applicare al caso italiano il metodo proposto da Rajan e Zingales (1998) per la risoluzione dell'annosa questione del nesso causale.[52] Rajan e Zingales offrono un'evidenza empirica dell'impatto positivo che ha il progresso del sistema finanziario sulla crescita delle aziende che si rivolgono a fonti di finanziamento esterne. La prova che la crescita del settore finanziario si collegasse ad una maggiore crescita economica, relativamente alle aziende interessate, rappresentava la spiegazione dell'esistenza di un legame e di un preciso rapporto causa-effetto (che andrebbe in quel caso dal sistema finanziario a quello reale).

A questo punto, e partendo da questo risultato, si sarebbe trattato di analizzare in maniera dettagliata i meccanismi di trasmissione attraverso i quali questa

[50] Precisamente si tratta di inserire i mutamenti economico-finanziari all'interno della più complessa evoluzione statuale. Affinchè questo sia possibile è necessario adoperare gli strumenti e le competenze messe a disposizione anche dalle discipline Storiche, Sociologiche e Giuridiche.

[51] Questa impostazione è alla base soprattutto del dibattito Bank-Based vs Market Oriented e sulla presunta superiorità di una modalità di intermediazione rispetto all'altra, o del filone che ricerca gli elementi della struttura legale e giuridica di uno stato che siano in grado di spiegare le differenti performances finanziare degli stati. Entrambi questi temi sono dibattuti nel Cap. 1.

[52] Leva e Piazza (2004)

relazione si estrinsecherebbe[53]. Come tutti i lavori innovativi, anche il lavoro di Rajan e Zingales (1998) è divenuto un punto di riferimento per la letteratura empirica, e come tale, ha suscitato vasta eco influenzando le dinamiche di ricerca successive. Leva e Piazza (2004), in questo contesto, applicano al caso italiano la stessa metodologia ma i loro risultati non confermano le conclusioni raggiunte da Rajan e Zingales. Da questo risultato non si può desumere che in Italia non ci sia un ruolo del sistema finanziario nel promuovere la crescita del settore reale dell'economia, ma che questo ruolo viene svolto con modalità e meccanismi differenti rispetto agli altri paesi sottoposti ad analisi da Rajan e Zingales.

Questo concetto può essere quindi generalizzato, e dar vita ad un nuovo filone di ricerca o comunque ad una ripresa degli studi in materia di comparazione fra sistemi finanziari (ed economici)[54].

Questo approccio, nelle versioni recenti, rappresenta un profondo cambiamento rispetto al passato, non si tratta di partire da un modello unico di sistema finanziario per poi trasporlo nell'analisi dei risultati economici, bensì si tratta di partire da una pluralità di esperienze di sviluppo finanziario per poi raggiungere il livello più elevato possibile di aggregazione.

Questo cambiamento di impostazione può consentire di rispondere ad un'esigenza di fondo, che è probabilmente all'origine del problema (apparentemente irrisolvibile) del *nesso causale*: il sistema finanziario ha origine "*nel*" sistema economico, è condizionato da esso e lo condiziona. L'origine del sistema finanziario ne determina struttura e funzionamento, in modo variabile da sistema a sistema. Per studiare il rapporto fra sistema finanziario e sistema economico è necessario caratterizzare le forme storicamente determinate attraverso le quali questi sistemi si sono modificati nel tempo. A seconda della genesi e del funzionamento, le variabili interessate possono assumere funzioni differenti in modo irriducibile. Questo provoca, a livello di analisi integrata fra settore finanziario e settore reale, la necessità di "classificare" i sistemi

[53] Per esempi di studi in tal senso si veda K Tsuru (2000)
[54] Castelnuovo (2005)

suscettibili di analisi congiunta senza che questa classificazione implichi forzature e risultati predeterminati.

Ci sono molti problemi da affrontare come, ad esempio, la ricerca di un livello minimo di aggregazione fra sistemi economici a cui si possa giungere nello studio del rapporto finanza-sviluppo; oppure quale sia il ruolo ricoperto dalle singole variabili finanziarie a seconda delle tipologie di sistema economico considerato, e quale sia in questo contesto il ruolo delle variabili istituzionali, sociali e politiche.

L'approccio comparativo permette di avanzare delle proposte con l'obiettivo di proporre dei criteri di raffronto alternativi fra sistemi economico-finanziari, in grado di offrire un contributo utile ad interpretare correttamente e contestualizzare i risultati delle recenti indagini empiriche.

2.2. Elementi generali dell'analisi comparativa fra sistemi finanziari.

La varietà (e spesso la contraddittorietà) dei risultati empirici ottenuti in letteratura, ha ridestato negli ultimi tempi l'interesse nei confronti delle analisi comparative dei sistemi economici e finanziari, in termini di una sostanziale riorganizzazione teorica complessiva.

Questi sviluppi sono stati proficui, poiché un sistema di concetti generali di analisi comparata tra sistemi non ha solo una funzione tassonomica, bensì costituisce un'ottica alternativa, particolarmente preziosa per affrontare alcune tra le maggiori tradizionali problematiche della finanza: dalle imperfezioni dei mercati (asimmetrie informative, costi di transazione, incompletezza dei contratti) alla ratio della nascita ed esistenza degli intermediari, al loro sviluppo all'interno del sistema economico, alle diverse performance ottenute nel lungo periodo dai vari assetti legali ed istituzionali (Hall, Soskice 2001).

Sarebbe quindi riduttivo pensare che l'esame delle diversità tra sistemi finanziari consista semplicemente nella descrizione di certe manifestazioni, esso

è da considerare come un momento analitico essenziale per meglio comprendere la struttura ed il funzionamento dei sistemi finanziari. Da qui l'opportunità di arricchire i contributi tradizionali mediante un'articolata analisi comparata che introduca le dimensioni spazio e tempo (inteso come tempo economico, valutabile dal livello di sviluppo economico raggiunto e dalla complessità delle sue strutture). E' anche da sottolineare che il confronto tra diverse realtà, "fissate" in una precisa e definita situazione, presuppone una visione statica; viceversa, un'analisi teorica di carattere dinamico, tiene adeguatamente conto delle mutazioni dei sistemi e della loro evoluzione nel tempo, che si traduce anche in interazioni, integrazioni, convergenze (o divergenze). Con la possibilità di proporre fasi evolutive attraversate dai sistemi economici e quindi anche da quelli finanziari.

Da un punto di vista storico, si osservano una varietà di dinamiche evolutive od involutive, ad esempio per quanto riguarda gli aspetti istituzionali, per quanto riguarda il confronto fra sistemi economici passati da situazioni di capitalismo "protetto" (cioè sostenuto dall'intervento pubblico per avviare la crescita, per superare congiunture sfavorevoli, per sanare squilibri settoriali e territoriali, per attenuare conflitti sociali, per espandersi all'estero) a nuovi scenari in cui il baricentro appare sempre più un mercato globale ed interdipendente caratterizzato da intensa competizione mondiale. Anche la politica economica (e in particolare quella monetaria e di vigilanza) sembra avere gradualmente modificato obiettivi e strumenti di intervento, mentre al tempo stesso si richiedono mutamenti di cultura sociale e d'impresa.

Quindi l'identificazione di queste linee evolutive induce a pensare che i modelli alternativi vadano considerati non tanto nella loro contrapposizione, quanto piuttosto in successione. Così, ad esempio, si è ritenuto di identificare un approccio "*modernizzatore*" nei contributi relativi all'analisi degli anni immediatamente successivi alla fine del secondo conflitto mondiale, caratterizzati appunto dalla necessità di operare una profonda trasformazione delle strutture economiche, mediante una penetrante presenza statale

nell'attività produttiva e nella regolazione dei flussi finanziari; ad essi avrebbe fatto seguito un approccio basato sul concetto di neocorporativismo, alludendo all'inflazione come problema prioritario degli anni '70.

Un nuovo approccio identificato per gli anni '80 e '90, e definito "*social systems of production*", fa riferimento all'intensa innovazione tecnologica ed alle risposte ad essa in termini di flessibilità produttiva, di *governance* e più in generale di comportamento anche finanziario delle imprese (Hall, Soskice 2001, Castelnuovo 2005). Come per tutti i problemi economici, anche la costruzione di un insieme di elementi unificanti di analisi, subisce le influenze "*congiunturali*" relativi ai problemi specifici che si riscontrano nei vari sistemi economici, ed alle gerarchie di valori che si creano nei confronti degli stessi. Questo è il motivo fondamentale per cui un'analisi comparativa di lungo periodo può consentire risultati teorici che non dipendano strettamente da ciò che viene contemporaneamente considerato "*giusto*".

2.3. Proposte per la comparazione dei sistemi finanziari.

Proporre una sistemazione complessiva ed esaustiva del rapporto fra sistema finanziario e sviluppo economico appare come un'operazione molto complessa dal punto di vista metodologico, e non si può darne una rappresentazione esaustiva in questo lavoro.[55] E' invece possibile, sulla base delle osservazioni teoriche svolte in precedenza, proporre dei criteri per la comparazione dei sistemi finanziari ai quali ricorrere per raggruppare e meglio identificare, almeno parzialmente, i fattori causali che sono all'origine delle diverse morfologie esistenti tra essi.

Anzitutto si può distinguere tra *cause generali* e *cause specifiche*: con le prime si intende fare riferimento a quegli aspetti caratterizzanti globalmente i sistemi

[55] In questo senso il lavoro di Castelnuovo (2005) appare oggettivamente il più completo.

economici, che influenzano anche la struttura e le funzioni dei sistemi finanziari operanti al loro interno le molteplicità di tipologie tra sistemi economici generali (distinguibili a seconda se al loro interno prevalgono principi favorevoli alla concorrenza ed ai mercati ovvero al coordinamento ed all'intervento pubblico) si riverberano necessariamente sulla struttura dei rispettivi sistemi finanziari, con una relativa prevalenza, di volta in volta, delle funzioni dei mercati ovvero degli intermediari.

Accanto a queste cause generali si possono identificare anche fattori economici causali più specifiche, considerati di prevalente importanza nell'influire sull'origine delle diverse morfologie dei sistemi finanziari nel *tempo* e nello *spazio*. Come noto, la ricerca delle cause delle diversità tra sistemi prende sovente spunto dalla più ampia analisi della loro struttura e funzionamento, soprattutto in termini dinamici quali le mutazioni che interessano le componenti fondamentali (origine delle istituzioni, mercati, intermediari, strumenti, regolamentazione). A questa analisi hanno fornito prezioso apporto soprattutto gli storici economici, il filone neo-istituzionalista e la teoria dell'intermediazione finanziaria, che in recenti contributi ha approfondito i rispettivi ruoli (alternativi o complementari) dei mercati e degli intermediari.

Indubbiamente alcuni fattori più di altri hanno influito direttamente e incisivamente per favorire la relativa prevalenza del mercato ovvero degli intermediari quale canale allocativo delle risorse finanziarie: l'organizzazione del sistema bancario in generale e specificamente la presenza di istituzioni (prevalentemente pubbliche) preposte al finanziamento a medio-lungo termine di imprese ovvero di interi settori produttivi o di aree geografiche; l'inflazione che ha inciso sulle scelte di investimento in attività finanziarie delle unità in surplus; il finanziamento del settore pubblico da parte del mercato, anche a scapito di quello privato; l'instaurazione di strette relazioni di lungo periodo tra imprese e banche; la disciplina fiscale; la maggiore o minore diversificazione degli intermediari (Bisignano 1992; Byrne, Davis 2003).

Altra tipologia di classificazione tra fattori causali della morfologia dei sistemi finanziari può essere quella riconducibile a due aspetti fondamentali ed essenziali anche se variamente definibili: da un lato il mercato, i comportamenti soggettivi, le condizioni macroeconomiche di base; dall'altro la regolamentazione e gli interventi di politica economica (Berger, Dore 1996, in cui si sostiene che la convergenza tra sistemi è processo spontaneo di mercato, mentre le differenze sono causate dagli interventi pubblici; Landi, Lusignani, Onado 1999). Così come si può distinguere, a seconda dei momenti storici e delle localizzazioni geografiche, la relativa capacità di influenza e di forza dell'uno o dell'altro fattore: ad esempio la posizione ideologica relativa al ruolo ed all'importanza del mercato nella società e quello dello stato nell'economia e l'importanza del settore pubblico; la tradizione giuridica trasfusa nelle norme sui contratti e nella giurisdizione; il livello di sviluppo economico. Ne conseguirebbe più mercato nei paesi di tipo anglosassone, con lunga tradizione di principi democratici, di garanzie personali, di tutela dei diritti di proprietà, di legislazione antimonopolistica a protezione della concorrenza. Altri paesi, invece, sono caratterizzati da maggiore intervento pubblico e relativamente minore sviluppo dei mercati, poiché le ideologie colà prevalenti riterrebbero i controlli opportuni o addirittura necessari per conseguire fini di pubblica utilità; questo sembrerebbe particolarmente sentito nelle fasi iniziali del decollo industriale quando più frequenti sono le distorsioni e le imperfezioni dei mercati e quindi quei controlli e quegli interventi sono visti con favore o comunque accettati come "male necessario". In questo secondo caso si possono verificare difficoltà nella valutazione del rischio perché le informazioni sono generalmente poche e incerte, i mercati sottili e quindi volatili, incompleti ed esposti a rischio sistemico. Mercati organizzati ed efficienti richiedono viceversa certezza normativa di trasparenza, prodotti standardizzati, concentrazione delle contrattazioni, molteplicità di operatori, liquidità (Steinherr, Huveneers 1994). In una visione dinamica dello sviluppo economico e finanziario, queste sequenze che per i paesi sviluppati rappresentano il "passato", per i paesi in via di sviluppo

possono rappresentare il presente ed aiutarci a capire quali siano le necessità in termini economici per poi valutare le politiche appropriate.

2.4. Proposte di comparazione: origine del sistema finanziario, interna o esterna al sistema economico.

La genesi di un sistema finanziario e' uno degli aspetti di maggiore rilevanza nella comprensione dell'evoluzione sperimentata dalle varie tipologie dei sistemi economici, come tale è necessario analizzare dal punto di vista teorico le prime fasi relative alla creazione del contesto di norme, che e' strettamente legato alla nascita ed al funzionamento del sistema finanziario. Le analisi storiche ritornano prevalentemente per offrire delle variabili "genuinamente esogene" con le quali confrontare le attuali performances economico-finanziarie, il loro ruolo tuttavia non si esaurisce qui, nell'ottica di questo lavoro si possono isolare degli elementi comuni a più sistemi economici che permettano una comparazione. La profondità storica di queste analisi consente di vedere la "fine" della storia e di recuperare gli elementi che possono aver influito sulla riuscita o meno di un modello di sviluppo. Ad esempio ci chiediamo come nasce un sistema finanziario, quali sono gli elementi che garantiscono la sopravvivenza e la stabilità al sistema stesso e ne determinano (o possono determinare) le attuali performances.

In particolare le domande da porre sono le seguenti: è possibile che in contesti economici storicamente differenziati le banche e gli intermediari finanziari abbiano avuto gli stessi orientamenti e le stesse funzioni? È possibile che le banche che emergono all'interno di un contesto ed immerse in esso debbano modificare le proprie strategie in funzione dello specifico contesto ambientale? È in definitiva possibile che questa genesi abbia lasciato dei segni all'interno del sistema finanziario tali da indirizzare il successivo sviluppo verso direzioni definite anziché verso altre?

Per dare una risposta a questi quesiti è necessario distinguere fra i sistemi in cui emerge una risposta di tipo interno rispetto a quelli in cui la tipologia di sistema finanziario è stata *interna* o *esterna*[56] .

Per *origine interna* si intende un sistema economico in cui emerge una risposta autoctona ai problemi di approvvigionamento di risorse finanziarie, tale risposta è determinata da un consenso e da una condivisione tali da essere assimilabile ad una vera e propria soluzione di mercato (in senso *Marshalliano,* la necessità di finanziamenti favorisce l'accumulazione di capitale tramite il segnale dei rendimenti offerti, e questo processo si svolge secondo i tradizionali schemi di domanda ed offerta di fondi).

Nei paesi in cui emerge una *risposta interna* ad un quesito come quello relativo al finanziamento progetti imprenditoriali, si può supporre che il livello di comprensione della risposta sia alto, ovvero che la risposta che ha origine sia condivisa ed accettata da una porzione ampia della popolazione, in quanto originerebbe da specifiche esigenze di finanziamento peculiari del sistema in questione. Prova di questo si può rinvenire nello studio di casi molto diversi dal punto di vista della genesi sistemica.

Nel periodo precedente la crisi del '29 la fiducia nelle capacità del sistema di autoregolarsi era praticamente illimitata, teoria economica e pratica economica si fondono a tal punto che ci vollero alcuni anni di crisi per far vacillare questo principio.[57]

Questo atteggiamento valeva soprattutto per la fiducia di cui godevano i singoli banchieri, che non avevano bisogno di alcuna copertura istituzionale aggiuntiva per veder affluire presso di loro i risparmi della popolazione.

---

[56] …"*Da queste considerazioni possono provenire preziose indicazioni sulle varie morfologie sistemiche in campo finanziario, ad esempio per verificare se esse siano frutto delle forze di mercato, dei comportamenti e strategie degli operatori, ovvero se effetto di deliberate decisioni di politica economica e di regolamentazione, ovvero ancora se meri "accidenti della storia"*.. Castelnuovo (2005), pag. 22.

[57] Galbraith (1990)

La risposta sistemica non deve necessariamente essere mediata dal mercato o originare dai singoli operatori, quando questa emerge può anche essere mediata dai governi purché condivisa e diffusa è assimilabile a quella di mercato.

Un esempio in questo senso può essere tratto proprio dal caso italiano, la necessità di impiantare un sistema industriale e bancario nel sud Italia è stato un concetto contro cui nessuno ha opposto validamente una risposta teorica, tale da indurre il governo a dubitarne.

Da questi due esempi si può dedurre che nella fase della creazione del sistema finanziario *l'origine interna* determina buone performance di finanziamento del sistema grazie al maggior livello di condivisione che ne deriva. La prima distinzione teorica che deve essere effettuata è quella di distinguere e trattare diversamente i sistemi con risposta interna rispetto quelli in cui l'origine del sistema finanziario (tramite le istituzioni ed il sistema legale) è stata *esterna* (imposta da processi colonizzatori o cooptata da realtà limitrofe). L' intermediazione finanziaria per la sua natura è una funzione che necessita da parte degli operatori un'ampia comprensione ed una reale possibilità di fruizione. Nei paesi in cui non si è avuta un origine interna del sistema finanziario, la comprensione e la fiducia in "quel" particolare sistema e la possibilità che il sistema finanziario esplichi appieno le proprie potenzialità possono essere assai limitate, anche se il sistema in questione ha avuto buone performance altrove.

Ad esempio la fiducia in una banca fondata o con centro decisionale in loco è diversa da quella che può essere risposta in una filiale, o in una banca locale che assume forma e comportamenti non consueti rispetto all'esperienza locale precedente (qualora esistente). Ne tanto meno tali paesi possono essere assimilati dopo la fine dell' esperienza coloniale in quanto nei periodi immediatamente successivi bisognerà analizzare le modificazioni che il nuovo governo legittimato esprimerà, oppure le istanze sociali che si estrinsecheranno per modificare lo status quo.

Le Banche e l'intermediazione in generale sono esperienze che sono state sperimentate in un periodo relativamente remoto della storia economica

mondiale, ad esempio nei paesi europei, le forme di intermediazione risultano essere anteriori rispetto alla rivoluzione industriale, in alcuni casi la banca risulta essere la prima forma di organizzazione aziendale mai nata.[58]

Quella forma di intermediazione pre-industriale aveva un alto contenuto mercantile e commerciale, orientata più all' accumulo ed alla speculazione sulla ricchezza che non rispetto alla funzione di supporto alle attività di tipo produttivo. La ricerca del profitto della ricchezza fine a se stessa e non lo sviluppo economico trainato da essa, rappresentava il *modus operandi* prevalente in Europa. La rivoluzione industriale ha senza dubbio cambiato gli obiettivi ed i metodi utilizzati dall' azienda bancaria europea, ma non per questo l' esperienza acquisita in quel periodo deve essere considerata diversamente da un normale processo di apprendimento tracce del quale possono aver influenzato le scelte successive.

Il tipo di intermediazione svolta cambia radicalmente quando dall'ambito quasi personalistico della banca mercantile si passa ad analizzare l'esperienza delle banche di frontiera statunitensi, il legame con la produzione caratterizza il tipo di impresa bancaria americana, la banca segue l'impresa che ha bisogno anche e soprattutto dal punto di vista geografico quando le comunicazioni sono difficili, questo unito al carattere inizialmente anglofono dei primi gestori di banche conferisce al sistema americano la sua peculiarità rispetto all'esperienza dell'Europa continentale.

Anche tra i sistemi finanziari con origine esterna è necessario proporre delle distinzioni, in particolare tra le esperienze coloniali sperimentate, sia dal punto di vista dell'impatto della colonizzazione, sia per quanto riguarda il contesto normativo che ne è derivato, queste analisi sono al centro dei lavori sul rapporto Finanza –Sviluppo proposti da La Porta et al.(1996) e da Acemoglu et. al.(2000).

[58] In Italia il Monte dei Paschi di Siena è il primo esempio di azienda bancaria.

2.5. Origine del sistema legale-finanziario: un confronto tra le analisi di Acemoglu e quella di La Porta.

Le difficoltà di costruire modelli interpretativi in grado di spiegare il nesso causale ha generato un metaforico ritorno alle origini nell'analisi economica. Gli aspetti storici in cui hanno avuto origine i sistemi finanziari hanno rappresentato da un lato una possibile alternativa ai risultati contraddittori delle analisi cross-section[59], dall'altro permettevano di superare il problema del "bias" simultaneo di cui soffrono le analisi condotte su dati contemporanei. Esempi di tale approccio sono i lavori di La Porta et. al. (1996) e di Acemoglu e Robinson (2002). Gli assunti da cui prende avvio l'analisi di La Porta riguardano il ruolo del sistema legale nel promuovere un efficace svolgimento degli scambi, assunto di base per l'efficienza del sistema finanziario. Un sistema legale di protezione dei creditori efficiente consente di ampliare lo spettro temporale delle scelte di investimento, nonché di favorire il processo di raccolta del credito. Se (secondo La Porta) il sistema legale favorisce lo sviluppo del sistema finanziario, e quest'ultimo favorisce la crescita economica, spiegare il legame fra sistema legale e crescita economica significherebbe aver dimostrato che il sistema finanziario favorisce "*autonomamente"* la crescita economica tramite un processo di induzione. Proprio a questo punto però l'analisi di La Porta prende una direzione che può apparire fuorviante, l'ipotesi che viene testata è che il sistema legale anglosassone (*la c.d. common law*) sia maggiormente efficace rispetto agli ordinamenti civilistici di derivazione francese (la c. d. *civil law*). A tal proposito puo' essere utile soffermarsi sui raggruppamenti per paesi utilizzati da La Porta.

[59] Aretis e Demetriades (1997)

Origine dei sistemi legali: ripartizione di La Porta

Common Law	Civil Law
Australia	Argentina
Canada	Belgio
Hong Kong	Brasile
India	Cile
Israele	Colombia
Kenya	Ecuador
Malaysia	Egitto
Zinbabwe	Filippine
Nuova Zelanda	Francia
SriLanka	Giordania
Pakistan	Grecia
Singapore	Indonesia
Sud Africa	Italia
Tailandia	Messico
Regno Unito	Olanda
Stati Uniti	Perù
	Portogallo
	Spagna
	Turchia
	Uruguay
	Venezuela

Osservando i gruppi di paesi catalogati come "*common law* " si può notare che siano tutti paesi caratterizzati da un basso livello di conflittualità nelle fasi della costruzione dell'ordinamento statuale (esclusa Nigeria, Tailandia, Kenya e Malaysia). A questo punto l'analisi di la Porta si collega inevitabilmente con quella di Acemoglu et. al. (2000). Essi analizzano le fasi della costruzione istituzionale introducendo un elemento decisivo, il conflitto. Gran parte dei paesi analizzati sono di origine coloniale (quindi classificabili dal punto di vista della dicotomia proposta in questo lavoro "*di origine finanziaria esterna*"). Viene evidenziato come dalle situazioni maggiormente conflittuali[60] scaturiscano istituzioni più deboli, e da queste un inefficace sostegno allo sviluppo economico. Osservando uno dei grafici contenuti nel lavoro di Acemoglu

[60] Sintetizzate dal numero di morti tra coloro che potevano essere identificati come appartenenti alla colonizzazione (soldati, marinai e clericali).

(grafico 2.1) emerge un aspetto importante anche per interpretare le effettive relazioni tra le variabili.

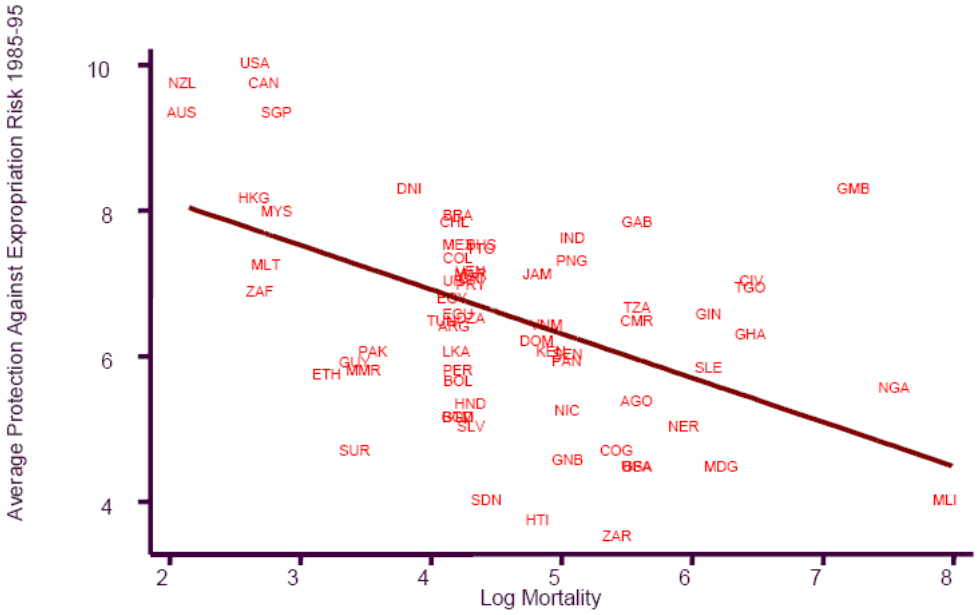


Grafico 2.1

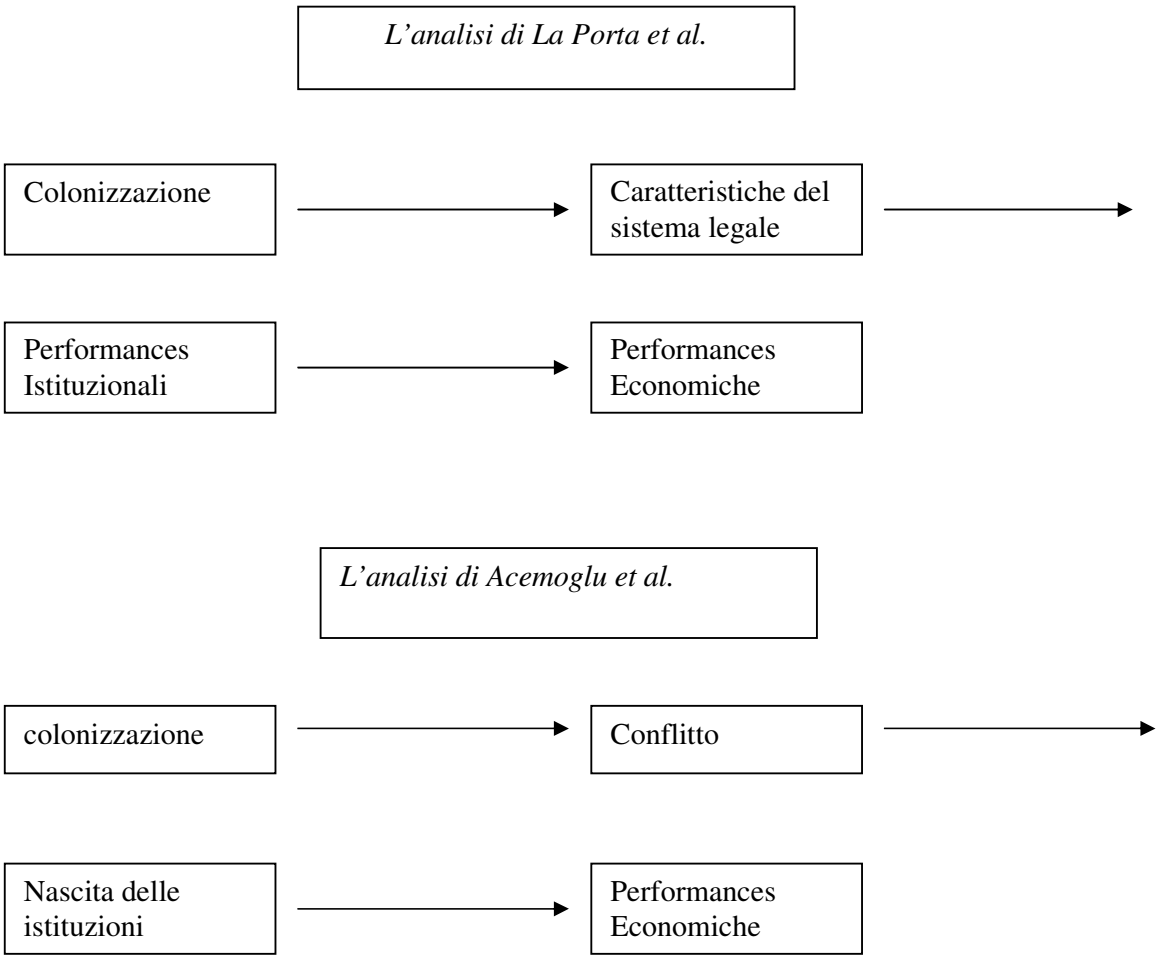
I paesi che si collocano nell'analisi di Acemoglu[61] nella parte alta del quadrante (Alta Protezione dei Creditori- Bassa Mortalità nella fase coloniale) sono proprio quei paesi che permettevano a La Porta di spiegare tramite il sistema legale la crescita economica. Più che la protezione legale dei creditori appare il tasso di mortalità (possibile indicatore di conflitto ed instabilità) la discriminante tra un sistema e l'altro. Tanto è vero che i paesi a bassa conflittualità si collocano chiaramente al di fuori della retta di regressione stimata da Acemoglu, rappresentando delle eccezioni nel panorama conflittuale tipico delle esperienze coloniali.

Riassumendo le due interpretazioni nel diagramma 2.1 si può dire che la vera novità è rappresentata dall'introduzione dell'elemento conflittuale nella spiegazione delle dinamiche di sviluppo economico. Il concetto può essere

[61] Acemoglu, D., Johnson, S. e Robinson, J.A. (2000)**,** *The colonial origins of comparative development: an empirical investigation,* NBER Working Paper Series, pag. 66.

generalizzato, da istituzioni che nascono sulle basi di esperienze conflittuali, scaturisce una condizione strutturale di instabilità, ed a parità di altre condizioni, un minore livello di sviluppo economico.

Diagramma 2.1



Va da se che il sistema finanziario, il cui funzionamento si basa su aspettative e previsioni, reagisca negativamente ad un maggiore livello di instabilità, e non riesca ad esplicare appieno le proprie funzioni, a prescindere dall'origine legale del sistema.[62]

[62] Nell'analisi di La Porta la Francia è inserita nel gruppo dei paesi in cui il sistema finanziario funzionerebbe peggio, ma questo gruppo di paesi appare sbilanciato dalla presenza di quasi tutti i paesi

2.6. La stabilità come criterio unificante.

Dalle considerazione svolte in precedenza si può avanzare l'ipotesi che il comune denominatore implicito nelle analisi storiche del rapporto finanza-sviluppo sia la *stabilità* del contesto economico generale, e che questa forma di *stabilità* abbia una forte influenza nel determinare i risultati delle interazioni fra settore finanziario e settore reale.

Il problema dell'instabilità si può manifestare attraverso aspetti molto vari, sia di carattere *esogeno* che discernono dei sempre maggiori livelli di interdipendenza fra economie (la c.d. globalizzazione economica), sia di carattere *endogeno* derivante cioè dal livello di sviluppo economico (criterio *temporale*) e dalla collocazione geografica e geopolitica (criterio spaziale). Le specificità dei contesti fanno si che possano ottenersi reazioni diverse anche ad uno shock analogo (per tipologia ed intensità). L'instabilità sistemica si manifesta tramite crisi finanziarie e bolle speculative, con diversi livelli di impatto a seconda che si tratti di sistemi economici in fase di transizione, o in ritardo di industrializzazione. Le risposte alle domande di classificazione possono essere formulati in termini di efficienza e di stabilità. Più in particolare, ci si può concentrare su aspetti relativi ai costi (efficienza tecnologica), su risultati in termini allocativi (efficienza paretiana), sul contenuto informativo dei prezzi (efficienza informativa) per quanto riguarda l'efficienza, ovvero ancora parlare di dinamica dei prezzi delle attività (stabilità dei prezzi), di distribuzione

sudamericani, per di più in un'analisi di Rajan e Zingales (1998) si mette in evidenza l'assenza degli elementi di superiorità teorica del sistema common law rispetto a quello civil law. Il minor conflitto in alcuni paesi potrebbe dunque derivare da caratteristiche peculiari di questi paesi (scarsa pressione sulle risorse) o dalle modalità di svolgimento dell'occupazione (la colonizzazione inglese si caratterizzava per il mantenimento ed il dialogo con le istituzioni locali ancorché considerate ancestrali).

intertemporale del rischio (stabilità delle relazioni contrattuali, attraverso un basso livello di variabilità del tasso di interesse), di tutela degli azionisti.

Appare evidente che un'approfondita e documentata analisi comparata, se storicizza e relativizza le diverse situazioni empiriche, al tempo stesso può e deve considerare nella sua globalità numerosi e complessi aspetti strutturali e funzionali. Il problema che si pone, a questo punto, è quello di dare corpo a criteri oggettivi attraverso i quali valutare le diversità e provare a spiegare il comportamento delle variabili finanziarie in contesti differenziati.

Avendo individuato la *stabilità* come possibile discriminante fra un sistema e l'altro si può affrontare il tema di come effettivamente l'instabilità agisce sul sistema finanziario. In termini di serie storiche sufficientemente lunghe è possibile ricostruire i tratti distintivi di ogni sistema, ma qualora dovessimo analizzare una pluralità (anche modesta) di sistemi economici contemporaneamente è necessario ricorrere a variabili con un elevato livello di generalità.

Si tratta di analizzare il sistema economico nel senso più ampio del termine identificando aspetti generali comuni dai quali poter leggere la "*diversità*", e soprattutto individuare indicatori "*a monte*" del problema rifuggendo dalla tentazione di utilizzare variabili specifiche ad un contesto e non ad altri.

2.7. Indicatori contemporanei di stabilità e nesso causale.

Si è detto che il livello di conflitto riscontrato nella fase di origine del sistema legale, ha condizionato fortemente il sistema finanziario che ne è scaturito, questo tuttavia non ci deve indurre a pensare che queste differenze "*originarie*" si riverberino in condizioni immutabili nel tempo. Un sistema economico che ha origine instabile non è detto che resti tale per tutti i periodi futuri, come non è detto che un sistema economico che nasce stabile possa subire rivolgimenti tali

da renderlo instabile. La discriminante è il contesto economico di riferimento. Se questo contesto ha un sufficiente grado di certezza, al suo interno possono essere indagati legami e meccanismi di trasmissione fra le variabili economiche e quelle finanziarie. Dove, invece, il contesto è fortemente mutevole ed instabile, questo si riverbera sia sul settore reale che su quello finanziario rendendo di difficile definizione il legame tra le variabili. La difficoltà di identificare un preciso nesso causale può scaturire dai seguenti problemi in ordine cronologico:

- L'origine interna ed esterna del sistema legale-finanziario rispetto al sistema economico (e la conflittualità all'interno dei sistemi ad "*origine esterna*").
- Il rapporto fra economie di prima industrializzazione e paesi in via di sviluppo, o in termini più generali, i rapporti di scambio economico e le dinamiche geopolitiche[63].
- Gli shock (sia generali che specifici) che hanno colpito e colpiscono i sistemi economici, la loro ampiezza, ed il loro impatto sul sistema economico a seconda se esso possa essere classificato come *stabile* o *instabile*.[64]

Per proporre una classificazione che permetta un'analisi coerente dei sistemi economico-finanziari, appare necessario proporre degli indicatori "contemporanei" di stabilità.

[63] Si pensi alle teorie della "*Dependencia*" per spiegare i rapporti fra centro e periferia in senso economico (si veda Martinelli (2001)), oppure alle relazioni che hanno legato indissolubilmente al blocco sovietico ai paesi dell'est europeo.

[64] E' di attualità il confronto fra la crisi argentina ed i crack finanziari che hanno colpito grandi aziende in Italia, nonostante le gravi perdite sul mercato azionario, la "*stabilità*" del sistema economico italiano (ancorché inserito nell'area dell'euro) ha fatto si che lo shock avesse impatti limitati e non durevoli. Identica analogia può essere applicata per il caso Enron negli Stati Uniti.

2.7.1. Il tasso di interesse.

Il primo indicatore di stabilità che deve necessariamente proposto è il tasso d'interesse reale.

Il tasso d'interesse ha avuto nella teoria economica un ruolo molto importante ed anche controverso a cominciare dal significato che assume: per alcuni esso è una grandezza fondamentalmente monetaria per altri è invece, una grandezza di ordine reale.

Dal punto di vista microeconomico il tasso di interesse, rappresenta una contropartita necessaria a convincere gli operatori a rinunciare al consumo corrente per il consumo futuro, all'operatore non resta che effettuare un processo di massimizzazione che tenga conto delle proprie particolari esigenze, rappresentate dalla propria funzione di utilità, e del valore del tasso stesso. In un tale contesto il tasso di interesse ha una visione marcatamente reale, è praticamente una merce o più precisamente *"il prezzo dell'astinenza dal consumo"*. Conseguenza diretta di questa considerazione, è l'assunzione che, a questo punto, calcolare il tasso di interesse ottimo è una questione algebrica, ma questo non è possibile né a livello macroeconomico, ne tanto meno a livello del singolo operatore.

Si supponga di considerare un sistema economico in via di sviluppo caratterizzato da frequenti shocks, in questo caso la possibilità (per gli operatori) di riuscire a stimare un valore futuro attendibile del tasso di interesse, ha senso solo per un intervallo temporale di dimensioni ridottissime. Effettuare scelte in un arco di tempo medio-lungo comporta difficoltà crescenti di calcolo. Ad esempio se un operatore considera il proprio paniere di merci, per calcolare il tasso d'interesse ottimale, deve poter compiere l'assunzione che il prezzo dell'intero paniere sia conosciuto e costante, questo implicherebbe costo-opportunità costante o con variazioni prevedibili (argomento che si ritrova per molti versi nelle argomentazioni teoriche della nuova macroeconomia classica,

con aspettative razionali, ovvero il postulato della correttezza "in media" delle previsioni). Uscendo dal ristretto gruppo dei paesi pienamente industrializzati non è possibile nemmeno assumere che il paniere richiesto esista nella composizione desiderata al tempo t+1.

Quando questa previsione è erronea l'operatore va incontro ad una perdita d'ordine reale, che viene tanto più percepita quanto meno abbondante è la dotazione di beni e ricchezza detenuti dal soggetto stesso.

Quando la nostra analisi prenda in considerazione paesi o operatori appartenenti a sistemi con diversa dotazione di ricchezza o diversa dotazione di informazioni, sui prezzi, il passaggio dal calcolo microeconomico alla stima macroeconomia è praticamente impossibile.

Un'interpretazione classica del tasso di interesse è quella dell'eguaglianza fra decisioni di risparmio e decisioni di investimento in questa ricostruzione il tasso di interesse che si forma sul mercato è quello naturale[65].

Eventuali deviazioni del tasso di interesse di mercato sarebbero compensate ed assorbite da comportamenti consequenziali degli operatori. Il punto da esplorare, in termini di contestualizzazione nello sviluppo economico, riguarda l'effettiva percezione del divario fra tasso di interesse "naturale" e tasso effettivo. Quali elementi hanno gli operatori per non considerare normale il tasso di interesse prevalente in quel momento storico? Non è possibile che, anziché operare per modificare i tassi tramite i loro comportamenti, essi decidano invece di adeguarsi a tasso di interesse e rafforzare la "deviazione"? Un ulteriore e pesante dubbio sull'operatività delle forze di mercato nel riequilibrare squilibri nei tassi, riguarda l'operare del banchiere centrale (o dell'autorità che emette e controlla l'offerta di moneta all'interno del singolo sistema economico).

[65] Nell'accezione di Wicksell. Più precisamente il tasso naturale è "quel tasso di interesse sul prestito che si mantiene del tutto neutrale rispetto ai prezzi dei beni e non imprime nessuna tendenza al loro rialzo o al loro ribasso, non può essere pertanto nessun altro che quello che verrebbe determinato dalla domanda e dall'offerta nel caso che non ci si servisse di nessuna transazione monetaria, ma che i capitali reali venissero invece prestati in natura – oppure ciò che fa lo stesso, del livello corrispondente all'*interesse naturale del capitale*" (Wicksell [1898]: 237).

Se l'autorità determina l'offerta di moneta, decidendo la struttura sulla quale gli altri intermediari potranno basare ulteriori offerte di credito,[66] potrebbe accadere che il gestore della politica monetaria non abbia interesse a far coincidere il tasso praticato con il tasso che dovrebbe emergere dal mercato (della domanda e dell'offerta di risparmio). Per di più, in sistemi economici nei quali l'istituzione emittente non abbia gli strumenti per tenere sotto controllo l'offerta di moneta effettiva, ad esempio per l'operatività del "canale estero" di creazione di moneta, essa potrebbe operare con obiettivi diversi che potrebbero portare il tasso praticato molto lontano da quello che si originerebbe dal libero gioco del mercato. L'autorità emittente potrebbe avere come obiettivo il controllo dei prezzi (situazione tipica dei sistemi "maturi") per cui avrebbe necessità di tenere artificialmente alti i tassi prescindendo dalle richieste dei produttori, oppure nel caso opposto un'istituzione che abbia necessità di stimolare la produzione potrebbe rilasciare moneta tollerando fibrillazioni inflazionistiche pur di aumentare il prodotto, ed in questo caso sarebbero i risparmiatori a non riconoscere come equo il tasso proposto. La presenza di istituzioni monetarie con funzioni di regolazione dell'offerta di moneta e quindi di controllo sui tassi, è una costante storica in tutti i paesi sviluppati ed a vario titolo è presente anche in quelli in via di sviluppo, non è possibile prescinderne ed utilizzare schemi che non comportino l'accettazione del principio secondo cui anche il banchiere centrale potrebbe contribuire a far variare il tasso d'interesse al di sopra o al di sotto di quello naturale.

Questa variazione ha contenuto squisitamente monetario, in quanto è originata proprio da afflussi-deflussi di moneta nel sistema. In definitiva è possibile affermare che il tasso di interesse di cui sempre si è dibattuto abbia due componenti: una reale determinata dalla domanda di investimenti e dall'offerta di risparmio, l'altra squisitamente monetaria determinata dagli obiettivi dell'autorità

[66] La banca centrale (normalmente in sistemi ad offerta di moneta accentrata) decide i tassi di rifinanziamento dei titoli degli altri intermediari i tassi crescono o si riducono con un meccanismo di tipo piramidale.

che detiene il controllo dell'offerta (capacità che varia al variabile delle proprie funzioni obiettivo, e della capacità effettiva di imporre al mercato i controlli per rendere effettive le politiche monetarie). Conoscere le funzioni obiettivo può aiutare a determinare un tasso di interesse più vicino a quello "reale" ed evitare distorsioni interpretative, appare inevitabile che in sistemi caratterizzati da forti elementi di instabilità sia complicato controllare le variabili di politica monetaria. Per utilizzare ed interpretare il tasso di interesse reale come indicatore di stabilità sistemica è necessario analizzarlo in termini di *variabilità* dello stesso e congiuntamente al tasso *d'inflazione*[67].

2.7.2. Livello dei prezzi e inflazione.

Il livello dei prezzi all'interno di un sistema economico, viene considerato dalla scuola economica Keynesiana come un "*accidente storico*"[68], questa interpretazione solo apparentemente estrema, tiene conto della pluralità dei possibili eventi che possono influire su di esso nel tempo storico (dagli shocks interni ed esterni, a fibrillazioni produttive interne, da un repentino aumento della domanda, etc.) .

Il valore della moneta può anche dipendere dalla fiducia degli operatori nell'ente emittente (ed in alcuni casi dalla fiducia nell'autorità statuale che viene in essa identificata[69]). Dipendendo dalle politiche attuate e dal grado di fiducia istituzionale, appare evidente che non possa essere considerata costante (dato che attraversa cicli non meno burrascosi di quelli economici), l'unità di conto ed

[67] Per quanto riguarda il periodo 1992-2003 il paese con il minor livello di tasso di interesse reale è risultato l'Ucraina, con un tasso d'interesse reale negativo, ma analizzando l'inflazione media nello stesso periodo (561,68% dati della Baca Mondiale WDI 2005) appare evidente che quel tasso d'interesse sia dovuto esclusivamente alle eccessive e continue variazioni dei prezzi.

[68] J Robinson (1952)

[69] Nei casi delle crisi politiche estreme di Argentina e Messico negli anni '90, gli operatori cercavano di disfarsi della moneta nazionale convertendola in valute più "solide".

il numerario hanno subito quindi modificazioni tali da renderne il valore al tempo dell'osservazione praticamente di per se irrilevante.[70]

Il deterioramento della fiducia nell'ente emittente ha provocato, storicamente[71], le maggiori ondate inflazionistiche, la perdita di fiducia rappresentata dalla volontà di sbarazzarsi dell'oggetto fonte di sfiducia provocava il crollo o quantomeno la profonda destabilizzazione del sistema in generale.

L' inflazione da un punto di vista generale, ha rappresentato la maggiore fonte di instabilità che si sia verificata nella storia economica industriale.

Un elevato livello di inflazione si ripercuote sul tasso di interesse minando la stabilità del sistema, per contro anche i salari (che sono la voce di costo più consistente) vengono colpiti per cui un elevato tasso di inflazione è contrastato anche aspramente dalle parti sociali per cui esso stesso genera instabilità. Il periodo post bellico è stato costantemente caratterizzato da elevati tassi di inflazione, come anche il periodo successivo alle grandi crisi petrolifere. La rigidità dei salari verso il basso e la presenza di asimmetrie (o strozzature) nei vari comparti produttivi fa si che uno shock anche modesto (qualunque sia la causa) provochi adeguamenti rilevanti, nei costi e di conseguenza nei prezzi scatenando spirali dagli esiti incerti[72].

Ai nostri scopi, tuttavia, non serve definire gli effetti dell' inflazione in modo indiscriminato, l'inflazione può essere considerata sia causa di instabilità, ma anche un indicatore dell'instabilità stessa: in prima analisi può essere utilizzato come un "*termometro*" della stabilità. Un livello alto dei prezzi con adeguamenti

[70] Il valore nominale della moneta italiana si è stabilizzato negli anni '90 a quota 1000 lire come unità di riferimento, questa dinamica può essere considerata figlia delle dinamiche inflazionistiche degli anni '70, ma mentre al rialzo la stampa delle banconote veniva sempre adeguata con prontezza (evitare la penuria di moneta era considerata una priorità) l'opera di riduzione del valore nominale dell'unità di conto non ha mai avuto corso in Italia per gli alti costi connessi col cambio di valuta, benché più di un governo abbia tentato di lanciarla, confidando proprio nell'effetto prestigio che avrebbe dovuto garantire il possesso di una Lira dall'aspetto forte, più che nella sostanza. Non è un caso che si parlò di "Lira Pesante" poco tempo prima della crisi del '92.

[71] In Germania nel periodo successivo alla seconda guerra mondiale, in Messico successivamente alla fine del c. d. "miracolo messicano", in Argentina dopo i gravi scandali degli ultimi anni e la sostanziale delegittimazione della classe politica.

[72] Si può supporre che le capacità di rientro dagli shock sia inversamente correlata al livello di sviluppo economico ed alle performance istituzionali.

veloci può significare instabilità a prescindere dal valore degli altri indicatori. Basta pensare al modello delle scelte di portafoglio di Tobin, un elevato tasso di inflazione riduce via via le opportunità di investimento fino ad un livello tale da indurre gli operatori a sbarazzarsi sia dei titoli (che generano perdite in conto capitale), sia della moneta (acquistando beni non deperibili)[73] nei casi in cui le crisi siano di estrema gravità.

> …"non solo le politiche monetarie, ma anche altri eventi esogeni possono provocare cambiamenti. Oltre alle variabili esogene [….] cambiamenti possono verificarsi, ed indubbiamente avvengono, nelle preferenze di portafoglio – funzioni di domanda delle attività – del pubblico, delle banche e degli altri settori. Queste preferenze si basano sulle attese, su valutazioni di rischio, sugli atteggiamenti nei confronti del rischio, e su una quantità di altri fattori. In questa complessa situazione, non ci si deve attendere che sia facilmente misurabile l'effetto essenziale delle politiche monetarie e degli altri eventi finanziari, in mancanza di una diretta osservazione delle variabili rilevanti. E non c'è ragione di ritenere che questo effetto possa essere espresso attraverso una qualunque singola variabile, esogena o intermedia, sia essa uno stock monetario o un tasso d'interesse di mercato" [Tobin (1969):155].

Appare evidente che, affinché si possa caratterizzare un sistema come completo, esso deve essere caratterizzato da una certa stabilità del livello dei prezzi e da una bassa frequenza di shock. Il livello dei prezzi può anche essere elevato, è essenziale che gli adeguamenti non siano frequenti, in quanto è l'instabilità la principale causa di incertezza[74].

> Se volessimo spiegare le crisi internazionali unicamente in termini di squilibri fondamentali domestici dovremmo assumere l'esistenza, contemporaneamente in più paesi, di fondamentali disordinati e di strutture economico- finanziarie vulnerabili. In tal caso la buona salute dei sistemi macro-economici intesa come una condizione raggiunta grazie ad una conduzione ordinata delle politiche economiche e a una diffusa robustezza (soprattutto nel settore bancario) costituirebbe una garanzia sufficiente a rendere le

[73]S. Perri, C. Tripodi: " Finance and development: an interpretation on the "Theory of portfolio" of Tobin". Contributo al MDEF 2004, Urbino Settembre 2004.

[74] Rousseau e Wachtel(2001) hanno isolato e stimato il livello da loro ritenuto come "critico" oltre il quale l'inflazione avrebbe effetti negativi propri sul reddito, tale livello sarebbe il 15%.

> economie immuni da crisi, impedendo a fortitori l'emergere di crisi internazionali*)*. (E. Colombo e M. Lossani)[75]

2.8. L'importanza delle riserve bancarie liquide come indicatore di stabilità.

Si è detto nei paragrafi precedenti che un elevato tasso d'inflazione provoca un divario fra il tasso di interesse reale effettivo e quello naturale, questo divario unito a variazioni frequenti del tasso d'interesse reale provoca un "*restringimento*" del periodo all'interno del quale si possono effettuare investimenti, poiché allarga la forbice esistente fra attività con rendimento certo ed attività dal rendimento rischioso, rendendoli di fatto (nei casi più gravi) insostituibili.[76]

Se si vuole ottenere un indicatore sintetico dell'instabilità percepita all'interno del sistema finanziario, si può osservare il ruolo delle riserve bancarie liquide.

In riferimento alle riserve libere Onado (1992) osserva:

> "Questa risulta essere la componente endogena (l'unica, se si ipotizza che la domanda di circolante da parte del pubblico segua una tendenza di lungo periodo costante e prevedibile).." (Onado, (1992):115).

Le banche detengono liquidità per far fronte ad eventuali richieste da parte del pubblico, detenere denaro in forma liquida comporta un costo opportunità per le banche, dato dal rendimento delle attività alternative (in questo caso gli impieghi). Le riserve, ed in particolare quelle libere,[77] si muovono proprio in funzione proprio del livello di stabilità del sistema, essendo le banche "*immerse*"

[75] E. Colombo e M. Lossari, (2000), pag.34.
[76] Gli effetti di shock inflazionistici sulle variabili reali sono stati simulati da Casellina (2005).
[77] In quanto quelle obbligatorie definite per legge possono anche essere usate come strumento di politica monetaria.

nello specifico contesto economico non ci sono ragioni per dubitare dell'attendibilità di questo dato in quanto una funzione di domanda di riserve libere è specificata in termini di una relazione inversa con il tasso interbancario e di una relazione diretta con il tasso del rifinanziamento (all'aumentare di quest'ultimo tasso cresce infatti il costo di trovarsi con un deficit di riserve).
Estendendo questo ragionamento a livello sistemico si può dire che:

> "La domanda e l'offerta di riserve libere delle banche costituiscono dunque il perno dell'intero meccanismo di trasmissione della politica monetaria: i comportamenti delle banche si riflettono sul mercato monetario e in particolare sul segmento più a breve termine. Quanto più questo è efficiente, tanto più efficiente risulta essere il processo di formazione dei tassi a breve. Il mercato monetario è allora in grado di segnalare immediatamente le variazioni della posizione di liquidità del sistema economico e del sistema creditizio in particolare."… (Onado, (1992):115).

Il tasso di riserva liquida, in quest'ottica, rappresenta una misura diretta di come le banche percepiscono il livello di instabilità ma non solo, una riduzione dello stesso nel lungo periodo segnala la stabilizzazione del sistema economico, ed una maggiore indicatività del tasso d'interesse di mercato.
Un tasso di riserva liquida elevato segnala un sistema finanziario instabile, ed una sostanziale inattendibilità del tasso di interesse reale corrente (in quanto collegandoci alle argomentazioni esposte in precedenza, prevale la componente monetaria dello stesso.
Una riduzione del tasso di riserva liquida nel breve periodo indica che:

> "Migliorano quindi le condizioni in base alle quali si formano le aspettative degli operatori e più significativi risultano i tassi d'interesse in generale"… (Onado, (1992):115).

Anche questa misura del livello di instabilità può assumere un significato diverso se si analizza il breve ed il lungo periodo.

Nel breve periodo, se si parte da una situazione di instabilità, una riduzione del tasso di riserva liquida rappresenta un miglioramento delle condizioni generali del sistema finanziario (e di quello economico) segnalando più elevate possibilità di investimento. Nei sistemi già stabili è probabile che il tasso di riserva liquida si approssimi a quello obbligatorio, per cui le variazioni nel breve periodo possono essere ad esso, oppure a specifiche politiche di credito delle singole banche e non essere, quindi, significative nella valutazione aggregata.

2.9. Verso un superamento della dicotomia tra sistemi orientati alle banche e sistemi orientati ai mercati.

Una delle ripartizioni maggiormente utilizzate in letteratura per classificare i sistemi finanziari, riguarda la distinzione fra sistemi orientati alle banche e sistemi orientati ai mercati.

Nei più recenti contributi Mayer (1996) dal punto di vista teorico argomenta la distinzione sulla base, delle diverse relazioni esistenti tra assetti proprietari delle imprese e strutture dei sistemi finanziari. Secondo Mayer i sistemi orientati alle banche si caratterizzano per modesta proporzione di società quotate in borsa, elevato grado di concentrazione della proprietà e relazioni di lungo periodo tra banche e industria, mentre quelli orientati ai mercati evidenziano una più elevata proporzione di società quotate, bassa concentrazione proprietaria e relazioni di breve periodo tra banche e industria.

Anche in questo caso, i risultati delle analisi empiriche hanno dato esiti non univoci sancendo la supremazia ora dell'uno ora dell'altro sistema[78], d'altro canto anche le analisi teoriche avevano messo in evidenza i pregi di entrambe le modalità di finanziamento del settore reale[79].

[78] L'argomento è trattato diffusamente nel Cap. 1 del presente lavoro.
[79] Cap. 1.

Una ricomposizione di questo dibattito in termini evolutivi (o del tempo economico) è stata effettuata da Rybczynsky (1988), il quale ha analizzato teoricamente gli effetti che le diverse modalità di finanziamento hanno sulla crescita economica, finendo per considerare i due modelli come fasi dell'evoluzione del sistema finanziario nel corso dello sviluppo economico. Secondo questa analisi le varie economie, nel passare da una fase di iniziale predominanza degli intermediari ad una fase più "progredita" di crescente importanza dei mercati, vedrebbero aumentata la loro capacità di assumere i rischi e, conseguentemente, di mobilitare il risparmio incrementando lo stock di capitale.

Nell'ottica del raffronto agli stadi di sviluppo economico la presunta supremazia di un sistema rispetto all'altro sarebbe frutto di una forzatura.

La genesi del sistema finanziario (ed economico) influenza pesantemente la struttura ed i componenti per lungo tempo, il caso statunitense per la grande dotazione di fattori che lo caratterizza e quello britannico, in cui nasce la rivoluzione industriale e la scuola economica liberista, rappresentano due pesanti eccezioni al panorama economico mondiale.

Una argomentazione a favore di questa ricostruzione può essere desunta sempre da Mayer (1996) che sostiene la fondatezza della sua classificazione con la considerazione che non ci sono significative differenze né di struttura né di comportamento delle banche giapponesi o tedesche rispetto a quelle britanniche o americane; la diversità più rilevante concerne viceversa i rispettivi mercati finanziari. La stabilità economica di lungo periodo associata ad una larga condivisione del libero mercato che caratterizzano Gran Bretagna e Stati Uniti hanno fatto si che questi due sistemi raggiungessero performance economiche molto elevate, ma anche in Germania[80], dove il processo di industrializzazione è stato guidato dallo stato al fine di recuperare il ritardo temporale, il sistema banco-centrico ha garantito risultati comunque ottimali. Non è un caso che la

[80] Discorso analogo può valere per Italia, Francia e Giappone.

Germania rappresenti il caso più eclatante di sistema banco-centrico con altre performance, questo non è dovuto esclusivamente a caratteristiche proprie della Germania quanto al ruolo di sostegno stabile e duraturo al settore industriale. Le imprese tedesche nascono con svantaggio nei confronti di quelle inglesi, un finanziamento lasciato al mercato avrebbe impedito di fatto la crescita (le imprese estere erano profittevoli). Anche nel caso tedesco il protezionismo e lo stretto rapporto con le banche erano concetti condivisi nel sistema per cui era molto più semplice applicarli.[81]

Non appare quindi giustificata la contrapposizione fra le due tipologie di sistemi[82], l'intermediazione di mercato può apparire come un punto di approdo teorico, ma il ruolo delle banche rimane cruciale sia nei paesi in cui il tessuto socio-economico è debole, sia in tutte le fasi di trasformazione e riconversione industriale.

2.10. Conclusioni.

Al termine di questa ricognizione teorica si può dire che, dal punto di vista metodologico, lo studio del rapporto fra finanza e crescita denota aspetti peculiari rispetto agli altri temi di ricerca economica di maggiore interesse; tali aspetti necessitano di una corretta specificazione ed interpretazione. Il contributo che viene offerto in questa parte del lavoro, ha lo scopo di evidenziare alcuni elementi (necessariamente stilizzati) attraverso i quali costruire un quadro di riferimento all'interno del quale, reimpostare ed interpretare le indagini empiriche sul tema. Il problema principale che si presenta, riguarda la complessità dei rapporti che legano struttura finanziaria e finanziamento delle imprese, questo sistema di relazioni è molto complesso e coinvolge una

[81] Famoso è il concetto di "*industria infante*" sviluppato da List proprio in Germania, che ha rappresentato nel corso del tempo la risposta meglio argomentata al liberismo per i paesi in ritardo di industrializzazione (una discussione è proposta in Dell'Orefice e Giura 2000).
[82] Come non è giustificata sulla base degli ultimi lavori empirici (ad es.Chakrabortya e Rayb, 2006).

molteplicità di variabili, tutto questo mal si concilia con la necessità di sintesi delle analisi empiriche.

L'interpretazione teorica proposta, introduce alcuni elementi che possono contribuire ad un progressivo affinamento delle analisi in questo campo, schematicamente possono riassumersi come segue:

- L'evoluzione storica dei sistemi economici condiziona la nascita delle istituzioni (comprese quelle finanziarie) ed il loro funzionamento.
- Esistono condizioni strutturali che impediscono la comparazione "*tout court*" dei sistemi finanziari, essi riguardano la collocazione sul sentiero dello sviluppo economico (dimensione temporale), e la posizione dinamica nell'assetto geografico e geopolitico (dimensione spaziale).

L'analisi teorica effettuata testimonia che i sistemi economici e finanziari sono fortemente correlati, la genesi del sistema finanziario determina in parte la sua struttura ed il suo funzionamento. L'evoluzione dello sviluppo economico di un paese può essere favorita dallo sviluppo del settore finanziario a condizione che il sistema economico riesca a contenere gli elementi di instabilità presenti al suo interno, sviluppando istituzioni in grado di consentire al sistema finanziario di operare.

Per poter eseguire una comparazione coerente fra sistemi economico-finanziari appare opportuno, alla luce delle considerazioni proposte, introdurre delle correzioni:

- in primo luogo si devono considerare la natura, la dimensione e la frequenza degli shocks, che colpiscono il singolo sistema economico, questo può consentirci di "classificare" un paese a seconda del diverso livello di instabilità;
- in secondo luogo si tratta di studiare e separare i paesi dal punto di vista della "completezza", ovvero del livello di credibilità e di efficacia delle istituzioni finanziarie (centrali e periferiche), questo ci consente di

interpretare in modo corretto l'impatto di shocks analoghi su sistemi economici diversi.

Queste indicazioni metodologiche consentono una prima contestualizzazione delle recenti indagini empiriche, che pur non avendo raggiunto risultati conclusivi, forniscono indicazioni importanti (ed in parte inattese) sugli sviluppi che potrebbero prendere gli studi nei prossimi anni. Rioja e Valev (2004) sottolineano il differente impatto che le trasformazioni in campo finanziario possono avere a seconda che il sistema economico analizzato sia sviluppato o in via di sviluppo, trovando conferma di un impatto differenziato. Favara (2004) evidenzia che, considerare l'eterogeneità dei livelli di sviluppo finanziario tra paesi rende incoerenti alcuni dei risultati precedentemente ottenuti in letteratura. Rousseau e Watchel (1998, 2000) e Watchel (2004) concentrano le loro analisi sull'individuazione di indicatori di "*stabilità sistemica*" che permettano di isolare l'impatto del sistema finanziario sulla crescita al netto dei disturbi connaturati al sistema economico.

In conclusione, l'analisi svolta suggerisce una concezione metodologica, in parte innovativa, per gli studi del rapporto finanza-crescita.

Tale concezione può essere riassunta in pochi punti qualificanti: in primo luogo nel confronto fra paesi bisogna tenere conto delle diverse dinamiche di sviluppo economico. Questo non vuol necessariamente dire che ogni indagine deve essere impostata in modo storico, ed avere ad oggetto un solo paese, quanto che il raffronto deve avvenire per gruppi con un alto livello di omogeneità.

Questo risultato può essere ottenuto raggruppando i paesi sulla base di caratteristiche qualificanti, che affondano le proprie radici nella storia economica (come sistema legale o i rapporti commerciali), oppure sulla base di caratteristiche dinamiche relative all'impatto degli shocks sul sistema economico (il concetto di stabilità nelle sue varie accezioni).

Queste considerazioni metodologiche, in aggiunta agli affinamenti delle tecniche econometriche, possono consentire di estrapolare un volume di informazioni

maggiore, ed una migliore comprensione del rapporto fra sistema finanziario e settore reale.

In conclusione, integrando le considerazioni svolte nella rassegna empirica con le considerazioni che scaturiscono dalla letteratura sulla comparazione dei sistemi economico-finanziari, si ottengono indicazioni sulle possibili indagini empiriche future. Queste indicazioni vengono utilizzate nelle analisi svolte nelle parti successive del lavoro (cap. 3 e 4), e sono di due tipi: quelle riguardanti confronti fra paesi che tengano conto delle loro intrinseche diversità (analisi panel su tassi di crescita e stimatori ad effetti fissi)[83] e quelle che riguardano studi approfonditi su un singolo paese (indagini a carattere regionale)[84].

[83] L'uso di stimatori alle differenze elimina l'eterogeneità non osservabile, mentre lo stimatore LSDV permette di ottenere una stima che non risente del c.d. "Effetto Paese".
[84] Lo studio effettuato su singoli paesi ha l'indubbio vantaggio di consentire il superamento dei problemi relativi alle diversità legali ed istituzionali che rendono difficoltosa l'analisi cross-country.

Capitolo 3

Il rapporto finanza-sviluppo: un'analisi empirica a livello internazionale.

3.1. Introduzione.

In questo capitolo viene offerta un'evidenza empirica del rapporto finanza-crescita a livello internazionale. Nell'affrontare un'analisi empirica che confronti una pluralità di sistemi economici diversi fra loro, si tiene conto dell'evoluzione della letteratura (teorica ed empirica) che analizza il legame finanza-crescita e, congiuntamente, delle conclusioni principali offerte dalla letteratura sulla comparazione dei sistemi economico-finanziari.

Il presente lavoro viene effettuato con l'obiettivo di offrire un ulteriore supporto empirico che affronti alcuni dei problemi e delle critiche, sollevate dalla letteratura, ad un filone di ricerca recente che mette in discussione l'esistenza del legame tra finanza e crescita, e che prescinda dalle condizioni del contesto economico circostante, soprattutto per i paesi in via di sviluppo (Morrison 2001, Rioja e Valev 2004, Favara 2004) .

A tale scopo, si utilizza l'impostazione concettuale utilizzata da Levine e Zervos (1998), i quali regrediscono un "set" di variabili reali e finanziarie rispetto alla crescita, allo scopo di verificare se le variabili finanziarie abbiano un impatto positivo sulla crescita. Gli indicatori utilizzati in questo lavoro sono analoghi a quelli utilizzati da questi autori. Il campione utilizzato è relativo ad 82 paesi sulla base delle disponibilità della Banca Mondiale (WDI 2006), mentre al fine di

verificare se l'impatto del settore finanziario sulla crescita sia diversificato, a seconda del livello di sviluppo economico e della posizione geografica, le stime vengono effettuate anche per sottogruppi[85].

In tutte le specificazioni viene proposto un indicatore di instabilità, per verificare se (nell'intero campione o nei sottogruppi) un cambiamento nel livello di stabilità del contesto economico possa provocare un mutamento nella relazione fra finanza e crescita. L'analisi empirica viene effettuata con l'uso di dati panel mentre lo stimatore è il *Least Square Dummy Variable*[86], applicato ai tassi di crescita delle variabili nel periodo 1992-2003. Al fine di superare le distorsioni introdotte dal ciclo economico vengono utilizzati intervalli di 5 anni, attraverso l'utilizzo della tecnica c.d. *Rolling Windows*.

Il modello non viene analizzato in forma dinamica poiché lo stimatore in questo caso sarebbe inconsistente[87]. Il capitolo è strutturato come segue: dopo un breve richiamo della letteratura empirica recente, vengono descritte le variabili impiegate e viene discussa la tecnica econometrica utilizzata. Successivamente sono presentati e discussi i risultati delle stime. Il capitolo si conclude con un riassunto dei principali risultati ottenuti.

3.2. L'evoluzione della letteratura empirica, cenni.

Nell'evoluzione della letteratura empirica vi è stato un diffuso consenso riguardo l'idea che sia lo sviluppo finanziario a promuovere la crescita economica, almeno fino alla fine degli anni '90 e nei primi anni 2000. Secondo questo filone della letteratura gli intermediari finanziari riuscirebbero a favorire la mobilitazione del risparmio, migliorando la quantità e la qualità delle informazioni disponibili

[85] I gruppi sono ottenuti applicando i criteri metodologici proposti da Castelnuovo (2005) e discussi nel Cap. 2.
[86] L'uso di questo stimatore per dati macroeconomici è fortemente consigliato in Judson e Owen (1996), i quali effettuano simulazioni Monte Carlo confrontando l'efficienza di vari stimatori (LSDV, LSDVC e Handerson-Hsiao) .
[87] Caselli et. al. (1996) pag 10.

garantendo, nel contempo, condizioni migliori a livello sistemico in termini di distribuzione del rischio.

A livello macroeconomico, questo si traduce in risparmi più elevati e in una più efficiente allocazione delle risorse con positivi effetti sul tasso di accumulazione del capitale e sulle innovazioni tecnologiche.

Sono molteplici gli studi empirici hanno confermato queste previsioni teoriche.

In un influente lavoro King e Levine (1993) hanno usato lo stimatore OLS su un campione rappresentativo di paesi e hanno raggiunto la conclusione che gli indicatori di sviluppo bancario sono buoni predittori del livello di sviluppo e della crescita economica futura.

Allo stesso modo, Levine e Zervos (1998), ritengono che altre misure finanziarie di sviluppo, come per esempio lo sviluppo del mercato azionario, siano associati ad un più alto reddito pro capite. Questi autori propongono un'analisi cross-section applicata a 47 paesi, riferita al periodo 1976-1993.

Metodologicamente, essi regrediscono diverse variabili che misurano la crescita media nel periodo su indicatori di sviluppo del settore bancario e dei mercati finanziari mentre, per tenere conto dell' eterogeneità dei paesi, sono considerate diverse altre variabili (istruzione, rivoluzioni e instabilità politica, spesa pubblica, inflazione)[88] che influenzano la crescita.

I principali risultati che emergono da questo studio sono i seguenti:

iv) la relazione tra sviluppo finanziario e misure di crescita è positiva e significativa;

v) sia l'indicatore relativo al credito bancario che quello relativo ai mercati "spiegano" la crescita;

vi) a livelli iniziali elevati, dal punto di vista dello sviluppo finanziario, corrispondono tassi di crescita maggiori nei periodi successivi[89].

Dal punto di vista teorico le implicazioni di questi risultati portano ad affermare che: esiste un legame fra sviluppo finanziario e sviluppo economico, per cui è

[88] Levine, Zervos (1998) Pag 555.

[89] Guardando ai soli paesi sviluppati si rivelano tassi di crescita molto elevati per paesi come la Svizzera, Stati Uniti, Gran Bretagna, Giappone, Israele mentre risultano più bassi per l' Italia e la Spagna.

possibile indagare sulla direzione di causalità e sui meccanismi di trasmissione; sia i sistemi banco-centrici che quelli mercato-centrici sostengono la crescita e lo sviluppo.

Nonostante i ben noti problemi econometrici legati a regressioni cross-country OLS, simili risultati sono riportati in una serie di analisi più accurate da Levine , Loayza e Beck (2001), Beck, Loayza e Levine (2001) e Beck e Levine (2002).

Questi autori utilizzano la metodologia GMM per la stima di panel dinamici per rispondere alla domanda se lo sviluppo finanziario causa la crescita economica.

Il metodo GMM migliora le stime cross-section in quanto opera un controllo direttamente sulla distorsione potenziale indotta dall'omissione di effetti specifici (il c.d. effetto paese) o dal carattere endogeno di alcuni regressori[90].

La conclusione generale di questo filone di ricerca è che la correlazione positiva tra sviluppo finanziario e crescita non è dovuta a problemi di simultaneità, e che lo sviluppo finanziario ha degli effetti positivi sulla crescita economica nel lungo periodo.

Tuttavia negli ultimi anni un volume crescente di studi empirici hanno messo in discussione le conclusioni proposte dalla letteratura, proponendo contestualizzazioni e rivisitazione dei risultati stessi (Rousseau e Wacthel 1998, 2000, Morrison 2001, Favara 2003, Rioja e Valev 2004, mentre molte critiche alle conclusioni teoriche prevalenti in letteratura sono raccolte nella rassegna di Wacthel 2005).

In particolare il lavoro di Morrison (2001), seguendo le indicazioni metodologiche di Aretis e Demetriades [91] (1997), analizza le serie storiche dei paesi dell'America Latina[92] ottenendo risultati che contrastano con le interpretazioni prevalenti in letteratura, in particolare secondo questa indagine:

- non si evidenzia alcuna causalità unidirezionale fra indicatori finanziari e crescita;

[90] Una descrizione accurata di questa classe di stimatori è proposta nel cap. 4.

[91] I quali criticano l'uso di dati cross-section nello studio del rapporto finanza sviluppo, presentando contestualmente una rassegna delle principali critiche (Aretis e Demetriades 1997 pag 3).

[92] In particolare l'autore ricerca la causalità, utilizzando tecniche per lo studio delle serie storiche non stazionarie introdotte da Engle e Granger,1987; e Johansen, 1988.

- in paesi in cui si è avuto un processo di liberalizzazione finanziaria (es: Cile) non si evidenzia neanche il legame fra finanza e crescita.

Da questi risultati emerge la conclusione teorica secondo cui non sia possibile indagare i meccanismi di trasmissione fra settore reale e settore finanziario, almeno per quanto riguarda i paesi sudamericani o quelli in via di sviluppo in genere.

L'autore non trova conferma neanche della relazione fra volume dell'investimento e reddito.[93] Una generalizzazione e conferma dei risultati di Morrison è ottenuta da Favara (2003) il cui lavoro appare importante per contestualizzare e spiegare l'evoluzione dei risultati empirici.

Il lavoro di Favara (2003) riesamina ed estende l'analisi di Levine, Loyaza e Beck, (da ora in poi LLB) che ricordiamo, confermava il legame fra finanza e crescita rispondendo alle obiezioni di ordine metodologico che venivano sollevate nei confronti dei lavori precedenti.

In linea con il loro lavoro, basato su cross-section e panel data, ed utilizzando un insieme di dati aggiornati e una varietà di metodi econometrici standard, Favara utilizza due misure dello sviluppo finanziario: il livello di passività del sistema bancario e l'ammontare di credito erogato al settore privato da parte delle banche e delle altre istituzioni finanziarie. Nella prima parte del lavoro l'analisi è condotta su dati cross-section.

Lo stimatore OLS suggerisce che esiste un legame positivo tra finanza e crescita rafforzando i risultati di King e Levine (1993). Tuttavia quando il carattere endogeno dello sviluppo finanziario viene considerato in una regressione con l'ausilio di variabili strumentali, i risultati delle stime OLS cambiano notevolmente, e la significatività statistica dello sviluppo finanziario diventa tenue.

Questo risultato è in netto contrasto con il lavoro di LLB, la ragione è riscontrabile nell'uso di una serie di dati riferiti a paesi diversi ed al differente arco temporale di riferimento. La seconda parte del lavoro di Favara si occupa

[93] L'introduzione della variabile INVEST provoca il cambiamento del segno dei parametri associati agli indicatori dello sviluppo finanziario in Argentina e Venezuela (pag. 20).

della dimensione temporale dei dati e, seguendo LLB, presenta lo stimatore GMM.

Differentemente dalla analisi di LLB le stime non si basano sullo stimatore GMM a due stadi, che è asintoticamente inefficiente in presenza di errori. Come è noto (si veda Arellano e Bond, 1991 e Blundell e Bond, 1998) questa stima può essere molto imprecisa quando si utilizzano campioni finiti.

Le stime, basate sull'utilizzo dello stimatore GMM, al primo stadio, rivelano che il rapporto tra finanza e crescita è, nella migliore delle ipotesi, debole.

Per la maggior parte delle specificazioni prese in considerazione il contributo dello sviluppo finanziario alla crescita è statisticamente non significativo e, nel caso di significatività, l'impatto delle variabili finanziarie sulla crescita non si rivela decisivo tanto da spiegare i divari fra paesi.

Inoltre il rapporto finanza crescita si è rivelato sensibile alle diverse combinazioni delle variabili di controllo e dei periodi utilizzati.

Nella terza parte del suo lavoro Favara testa l'ipotesi che i paesi non siano rappresentabili attraverso una comune specificazione lineare del rapporto finanza crescita, ed indaga sugli effetti che scaturirebbero dal considerare variabile tra gli stati il coefficiente legato allo sviluppo finanziario.

I risultati sono duplici. In primo luogo, utilizzando un approccio non parametrico, i dati evidenziano la presenza di un rapporto non lineare tra il volume del credito nel sistema economico e la crescita del PIL, suggerendo che il settore finanziario esercita effetti positivi sulla crescita solo a intermedi livelli di sviluppo economico.

Questo risultato è in linea con le previsioni di alcuni modelli teorici in cui la presenza di "effetti soglia" fa emergere effetti differenziati dello sviluppo finanziario sulla crescita a seconda del punto in cui si trovano i vari sistemi economici in un ipotetico sentiero di sviluppo (Ribzceznsky 1988, può essere considerato un precursore di questo filone, successivamente Acemoglu e Zilibotti 1997, 1999).

In secondo luogo, utilizzando una procedura specificamente progettata per stimare i "panel data" e considerando coefficienti di pendenza variabili, gli effetti

dello sviluppo finanziario differiscono notevolmente tra i vari paesi, questo per via della loro diversità dal punto di vista della collocazione geografica, dal diverso livello di sviluppo economico o per le diverse caratteristiche istituzionali (sistema legale).

Le critiche sollevate da questo filone recente di letteratura possono essere riassunte nelle considerazioni di Favara (2003) il quale sostiene che le regressioni standard che si occupano di crescita stimate dalla letteratura di riferimento tendono a mascherare alcune proprietà dei dati, che non possono essere trascurate (non linearità del legame finanza-crescita, differenti coefficienti di sviluppo finanziario ed effetti soglia). La conclusione generale di questo filone di analisi è che lo sviluppo finanziario ha effetti ambigui sulla crescita economica.

Gli effetti, in termini di significatività dei parametri finanziari, possono essere positivi per alcune specificazioni, e sorprendentemente negativi per altre, le ragioni di questo sono state già menzionate in letteratura (livello diverso di sviluppo economico, instabilità sistemica)[94].

La specificazione empirica di Favara (2003) si basa su dati panel con frequenza annuale, questo potrebbe dare adito a critiche, in quanto si può legittimamente sostenere che esistano effetti dovuti al ciclo economico che possono generare distorsioni tali da inficiare la validità di queste conclusioni.

A queste critiche si può replicare sottolineando che, i risultati in controtendenza rispetto alla letteratura prevalente sono limitati agli indicatori dello sviluppo finanziario, mentre le determinanti reali della crescita mantengono il contributo previsto rispetto al PIL in tutte le specificazioni.

3.3. La descrizione dei dati e delle variabili esplicative.

[94] In particolare Paul Wacthel, in gran parte della sua recente produzione scientifica, enfatizza il ruolo che può essere attribuito all'instabilità sistemica per interpretare correttamente il legame finanza-crescita (1998, 2000 e 2002 con Rousseau, 2005).

Gli indicatori sono ricavati da elaborazioni su dati World Bank[95], in base alle disponibilità al 2005, l'uso di un'unica banca dati permette, all'origine, di evitare problemi di disomogeneità possibile in fase di costruzione delle serie.

Il periodo considerato è 1992-2003, il numero dei paesi considerati varia diverse specificazioni a seconda della disponibilità delle osservazioni. La prima specificazione è considerata come verifica di base dei risultati di Levine e Zervos (1998), considera tutti i paesi per i quali sono presenti le osservazioni nella banca dati, gli indicatori considerati. Nelle successive specificazioni si considerano i paesi, sulla base delle ripartizioni (per area geografica e reddito), che scaturiscono da un'applicazione delle proposte metodologiche sulla comparazione fra sistemi economico-finanziari presenti nel lavoro di Castelnuovo (2005). L'unico criterio utilizzato nella selezione dei paesi è dunque quello della presenza nella banca dati di un numero sufficiente di osservazioni, per gli indicatori considerati. Per avere a disposizione un numero maggiore di osservazioni, anziché utilizzare intervalli di 3 anni che potevano essere considerati brevi per un lavoro sulla crescita[96], si è deciso di calcolare intervalli di 5 anni con la tecnica c.d. "rolling windows".

Gli indicatori, nelle specificazioni utilizzate, sono i seguenti:

Variabile Dipendente **GDP**, si riferisce al *PIL (a prezzi costanti con base dei prezzi fissata nel 2000 ed espresso in dollari)* rielaborato come crescita percentuale su 5 anni[97].

Variabili Esplicative Economiche :

l si riferisce al *Totale della Forza Lavoro* rielaborato come crescita percentuale su 5 anni, restituisce il valore della crescita della forza lavoro assieme all'indicatore sull'accumulazione di capitale determina le possibilità di crescita di un sistema nel lungo periodo come dalle più "classiche" delle funzioni, Y(GDP)=

[95] Fonte dei dati e delle ripartizioni : http://www.worldbank.org/, Data & Research - econ.worldbank.org/, 2006 The World Bank Group.

[96] Intervalli comunque utilizzati, e si veda a tal proposito Aiello e Scoppa (2005 pag. 5), nello stesso lavoro si argomenta l'utilità di utilizzare dati contemporanei.

[97] L'uso dei tassi di variazione consente di utilizzare serie stazionarie, sia che ci si trovi in presenza di un trend deterministico sia stocastico (Box, Jenkins 1985).

f(K,L). Ci si aspetta sempre un valore positivo ed altamente significativo del parametro.

K si riferisce alla *Formazione del Capitale (% del PIL)* sempre ottenuto come variazione su 5 anni[98], analogamente per quello che si è detto sopra ci si aspetta in qualsiasi specificazione, un valore positivo del parametro ed altamente significativo.

Variabili Esplicative Finanziarie:

Capit, si riferisce alla variabile *Capitalizzazione di mercato delle imprese (% del PIl)* sempre ottenuta come variazione su 5 anni. Quest'indicatore rappresenta il livello di espansione del mercato finanziario come forma di finanziamento delle imprese. In particolare, le variazioni del peso dei mercati finanziari danno indicazioni sulla dinamica evolutiva del sistema finanziario. Il numero o meglio il peso relativo delle aziende che si rivolgono al mercato finanziario anziché all'intermediazione bancaria o all'autofinanziamento, permette di classificare il sistema in esame come mercato-centrico o banco-centrico (in sede descrittiva), e permette di valutare l'effettiva efficacia dei mercati finanziari nel promuovere la crescita (in sede di analisi quantitativa). Secondo le teorie classiche questo indicatore dovrebbe essere sempre e comunque significativo e positivo, in quanto all'aumentare del valore e del numero delle imprese costituenti il mercato dei capitali, la competizione che ne scaturirebbe per l'approvigionamento dei finanziamenti da parte dei risparmiatori dovrebbe selezionare i migliori progetti e far crescere il sistema ad un livello più elevato. Ulteriormente, la significatività confermerebbe le argomentazioni di chi sostiene la superiorità dei mercati finanziari nel favorire la crescita (o comunque una sinergia positiva con il settore bancario), la non significatività aprirebbe invece fronti di maggiore criticità in senso teorico confermando le teorie delle asimmetrie informative, e confermando i risultati e le argomentazioni di chi (come Morrison (2001)) sostiene che l'introduzione di regole di mercato in un contesto altamente incerto, possano indurre distorsioni non concorrendo allo sviluppo ed alla crescita del sistema.

[98] In particolare tale indicatore misurala variazione della formazione di "nuovo capitale" in rapporto al PIL.

Si può dire che la non significatività del parametro soprattutto per quanto concerne i paesi sviluppati, non sarebbe comunque sufficiente e decisiva a dirimere le controversia teoriche, in quanto si può argomentare che il periodo considerato non tenga conto del ruolo che il mercato finanziario ha svolto nel favorire lo sviluppo ma rappresenterebbe in questo caso una misura delle attuali performances, sempre molto influenzate dalla volatilità dei mercati. Per queste ragioni è essenziale analizzare la significatività di questo parametro nei paesi in via di sviluppo, in quanto molti di essi si sono "aperti" al mercato proprio nel periodo considerato.

Credbank[99] si riferisce alla variabile, *Credito proveniente dal settore bancario* (in percentuale al Pil) ottenuto come tasso di variazione su 5 anni. Quest'indicatore offre una misura del ruolo del finanziamento bancario all'interno del sistema economico. Un aumento di questo valore significa un'espansine del credito da bancario da parte delle banche esistenti, oppure l'ingresso di nuove banche nel panorama del sistema considerato. Con questo indicatore si analizza la funzione strettamente creditizia delle banche, e la loro capacità di selezionare efficacemente i progetti di investimento.

Ci si aspetta significatività e positività del parametro associato, soprattutto per quanto riguarda i paesi in via di sviluppo (in accordo con la teoria delle asimmetrie informative), mentre è più controversa l'analisi per quanto riguarda i paesi sviluppati in cui il finanziamento può essere svolto efficacemente anche dal mercato finanziario.

Spread[100] si riferisce alla variabile *Margine di intermediazione finanziaria (differenza fra tassi d'interesse sugli impieghi e tassi sui depositi)* sempre ottenuta come variazione su 5 anni. Questa differenza dà una misura della

[99] Vengono riproposti gli stessi indicatori per quanto riguarda il ruolo del mercato e quello delle banche che si ritrovano nel lavoro di Levine e Zervos (pag. 554), stesso significato economico ha la variabile PCY utilizzata da Favara (2003, pag 4).

[100] L'introduzione contemporanea di Spread e Rint nel modello potrebbe dare adito a dubbi di collinearità fra le variabili, tuttavia questo rischio appare remoto perché le due variabili hanno due cause distinte. Il tasso di interesse può variare per effetto della politica monetaria o per cambiamenti nel mercato dei risparmi e degli investimenti, il margine di intermediazione dipende invece esclusivamente da condizioni di concorrenzialità nel mercato del credito. Se il tasso d'interesse aumenta è probabile che le banche adeguino i propri tassi lasciando invariato lo spread, questa ricostruzione è confermata dalla sostanziale assenza di correlazione tra le variabili.

concorrenza nel mercato del credito. Un alto livello di differenziale testimonia la presenza di scarsa concorrenzialità, una riduzione del differenziale testimonia un aumento della concorrenza, per cui ci si aspetta senza dubbio sia la negatività del parametro associato sia la forte significatività per quanto riguarda i paesi in via di sviluppo, nei paesi ad alto reddito il discorso potrebbe essere diverso in quanto una volta raggiunto un livello elevato di concorrenza lo spread potrebbe stabilizzarsi e non essere significativo.

Rint si riferisce alla variabile *Tasso d'interesse reale (%)* sempre ottenuta come variazione su 5 anni. L'interpretazione di questo parametro è tutt'altro che agevole, un alto tasso di interesse può voler dire sia elevata profittabilità degli investimenti sia elevata instabilità (si veda la ricostruzione teorica del Capitolo 3) per di più gli effetti del tasso di interesse sul risparmio sono ambigui in molte delle verifiche empiriche più recenti (si veda a tal proposito K.Tsuru (2000)), mentre l'ambiguità delle variazioni del tasso di interesse nello spiegare il livello degli investimenti (e quindi della crescita) era stata introdotta dalla scuola Keynesiana.

Gsav[101] si riferisce alla variabile *Risparmio interno lordo (% of Pil)* ottenuta come variazione su 5 anni. Questo indicatore secondo le teorie classiche dovrebbe spiegare la crescita a medio-lungo termine, e quindi ci si dovrebbe attendere che in qualche misura questo parametro spieghi le differenze fra i tassi di crescita economica con coefficienti positivi e significativi. Tuttavia, almeno in parte, critiche analoghe a quelle relative al tasso di interesse possono essere rivolte al risparmio, il quale può essere anche considerato un indicatore anche della difficoltà di trovare altre forme d'impiego. Nei paesi a maggiore incertezza e minore sviluppo, il risparmio anche se elevato potrebbe non costituire una base

[101] Anche nel caso del risparmio possono essere sollevati dubbi di collinearità, in quanto può argomentarsi che l'ammontare del risparmio influisca sul livello degli investimenti e quindi sull'ammontare della variazione dello stock di capitale K. Un ipotesi implicita in questo lavoro è che questa relazione non sia perfetta, ed anzi nel comportamento del risparmio si possano leggere altre cause che spieghino i divari di sviluppo (riportate nel commento ai risultati). Per queste ragioni dopo aver constatato una correlazione dello 0,26 tra Gsav e K, sono state effettuate le stime (per tutti i gruppi) e rimuovendo il parametro Gsav, non si sono riscontrati cambiamenti nel valore e nel livello significatività degli altri parametri, e si è verificata una lieve riduzione dell' R2 . Nelle stime in cui è presente Gsav ha segno e significatività variabili da contesto a contesto indipendentemente da K (che ha sempre segno positivo ed elevata significatività). Per queste ragioni si è deciso di commentare comunque i risultati relativi al risparmio (si veda Appendice 3.3.).

solida per lo sviluppo per le difficoltà che potrebbe incontrare nel tradursi in investimento. Esso, se non significativo, evidenzierebbe proprio le difficoltà di intermediazione in senso stretto, ed il suo aumento potrebbe essere semplicemente considerato come il differimento dei consumi[102].

Reser si riferisce alla variabile *Tasso di Riserva, (ovvero la riserva di liquidità detenuta presso le Banche),* ottenuta come variazione su 5 anni. Questo indicatore dà una misura specifica del livello di incertezza del sistema nel suo complesso, le banche hanno necessità di detenere riserve per evitare rischi di insolvenza e fallimento, il volume della riserva è quindi correlato direttamente al calcolo che esse fanno della rischiosità del sistema stesso. In pratica si tratta di un "rating" interno al paese e le sue variazioni comportano inevitabilmente ripercussioni sulla diagnosi sullo stato di salute del sistema, ci attendiamo un coefficiente negativo ed altamente significativo per quanto riguarda i paesi in via di sviluppo, è possibile che non ci sia alcuna significatività nei paesi ad alto reddito (ormai stabili)[103].

3.4. L' approccio econometrico.

Levine e Zervos (1998) utilizzano dati relativi ad n paesi per stimare un modello lineare in cui il tasso di crescita del PIL reale (Δy_i) dipende sia da fattori reali ($\Delta \mathbf{x}_i$) sia da fattori legati al livello di sviluppo finanziario ($\Delta \mathbf{z}_i$). Il modello ipotizzato è dunque[104]:

[102] Se consideriamo i sistemi economici in una prospettiva evolutiva (Cap 2) a livelli di complessità sistemica ridotta, in cui l'intermediazione finanziaria non riesce a collegare unità in surplus con quelle in deficit, la scelta potrebbe non essere quella tra consumare o investire, bensì fra consumare e non consumare.

[103] Si vedano le argomentazioni del Cap. 2.

[104] Dove con y_i si indica una variabile casuale unidimensionale, con α il singolo parametro, con $\mathbf{x}_i$ vettore colonna di variabili casuali, ovvero $\mathbf{x}_i = \begin{pmatrix} x_{1,i} \\ x_{2,i} \\ x_{3,i} \end{pmatrix}$ e con $\boldsymbol{\beta}, \boldsymbol{\delta}$ i vettori dei parametri.

$$\begin{aligned} &\Delta y_i = \beta_0 + \Delta \mathbf{x}_i' \boldsymbol{\beta} + \Delta \mathbf{z}_i' \boldsymbol{\delta} + \varepsilon_i \\ &\varepsilon_i \approx N\left(0, \sigma^2\right) \\ &i = 1,....n \end{aligned} \qquad (3.1)$$

Δy_i è la variazione del PIL reale tra l'ultimo anno disponibile e il primo. Questo vuol dire che se per l'*i*-esimo paese si dispone della serie del PIL per il periodo $t = 1,...T$ si ha $\Delta y_i = \ln Y_T - \ln Y_1$. Allo stesso modo, $\Delta \mathbf{x}_i$ e $\Delta \mathbf{z}_i$ rappresentano la variazione totale osservata nel periodo di riferimento per gli indicatori economici e finanziari utilizzati.

Includendo nel modello le variabili economiche $\Delta \mathbf{x}_i$ (come esplicative della crescita), gli autori vogliono isolare l'effetto degli indicatori finanziari (rappresentato dei parametri $\boldsymbol{\delta}$) e verificare la significatività di tale effetto.

Per stimare i parametri del modello Levine e Zervos (1998) utilizzano i minimi quadrati ordinari. La stima della varianza degli errori è ottenuta con uno stimatore robusto rispetto alla violazione dell'ipotesi di omoschedasticità. Dal momento che utilizzano una *cross-section*, non è necessario preoccuparsi della autocorrelazione dei residui Lo stimatore utilizzato, tuttavia, non è robusto rispetto alla violazione dell'ipotesi di esogeneità dei residui. Come è noto se $E\left(\varepsilon_i \mid \Delta \mathbf{x}_i, \Delta \mathbf{z}_i\right) \neq 0$ le stime ottenute con il metodo dei minimi quadrati ordinari (OLS) dei parametri non sono ne corrette ne consistenti. Nel caso in esame l'assunzione di tale ipotesi risulta poco realistica . Si può infatti supporre che esistano variabili omesse dalla specificazione del modello (quindi incluse nei residui) che influenzino sia il tasso di crescita del PIL che lo sviluppo dei mercati finanziari.

In altri termini, lo stimatore utilizzato da Levine e Zervos (1998) risulta asintoticamente robusto rispetto alla violazione dell'ipotesi di omoschedasticità

ovvero se $Var(\varepsilon_i) = \sigma_i^2$, inoltre, le proprietà dello stimatore sono asintoticamente valide anche in assenza della ipotesi di normalità dei residui.[105]

Una critica simile di quella che si rivolge in questo lavoro a quello di Levine e Zervos (1998) è presente in Islam (1995) pag 1133-1134 ed è rivolta al lavoro di Mankiw, Romer, Weil (1992) da ora in poi MRW.

MRW partono dal seguente modello di crescita esogena:

$$Y_t = K_t^{\alpha}(A_t L_t)^{1-\alpha} \qquad (3.2)$$

dove Y_t è il prodotto aggregato, K_t e L_t, capitale e lavoro, sono gli input impiegati e A_t è una misura del *labor-aumenting technological progress*. Il modello assume che il lavoro e la produttività crescano esogenamente in base alle seguenti leggi:

$$\begin{aligned} L_t &= L_0 e^{nt} \\ A_t &= A_0 e^{gt} \end{aligned} \qquad (3.3)$$

la crescita del capitale dipende invece da *s*, tasso di risparmio dell'economia, e da δ, tasso di ammortamento. Si può dimostrare che la dinamica del prodotto procapite può allora essere espresso come:

$$\ln\left(\frac{Y_t}{L_t}\right) = \ln A_0 + gt + \frac{\alpha}{1-\alpha}\ln(s) - \frac{\alpha}{1-\alpha}\ln(n+g+\delta) \qquad (3.4)$$

questa è l'espressione che MRW stimano utilizzando una cross section di paesi e il metodo dei minimi quadrati ordinari.

MRW notano che il termine A_0 non rappresenta solo la tecnologia ma anche le risorse a disposizione, il clima, le istituzioni ed altro e, per questo potrebbe non essere costante tra i vari paesi. MRW tuttavia ipotizzano che A_0, che non è

[105] Hayashi (2000), Capitolo 2.

osservabile e quindi appare come una variabile omessa, non sia correlato con i regressori del modello. Tale ipotesi rende la stima il metodo dei minimi quadrati ordinari (OLS) robusta.

Islam (1995) tuttavia nota "the country-specific technology shift is likely to be correlated with saving and population growth rates"[106]. In questo caso la variabile omessa A_0 rende i residui del modello non ortogonali rispetto ai regressori quindi le stime a OLS non sono consistenti. . La tecnica dei panel consente di ovviare a questo problema: chiaramente A_0 può variare da paese a paese ma è probabile che fattori come quelli descritti da MRW evolvano molto lentamente e possano essere considerati costanti in un periodo di tempo relativamente breve. Questo consente di eliminare l'effetto di tale variabile ad esempio prendendo la variazione delle osservazioni da un anno all'altro: per quanto detto ΔA_0 sarà nullo è quindi ininfluente.

Riscriviamo ora il modello nei seguenti termini:

$$\begin{aligned} &\Delta y_{i,t} = \beta_0 + \Delta \mathbf{x}_{i,t}'\boldsymbol{\beta} + \Delta \mathbf{z}_{i,t}'\boldsymbol{\delta} + \varepsilon_{i,t} \\ &i = 1,...n \\ &t = 1,...T \end{aligned} \qquad (3.5)$$

Stiamo qui ipotizzando di disporre di *T* osservazioni per ciascuno degli *i* paesi: si tratta quindi di un panel.

Vedremo più avanti in che modo si sono ottenute queste osservazioni partendo da una banca dati simile a quella utilizzata da Levine e Zervos (1998).

Consideriamo ora la seguente scomposizione dei residui che compaiono nel modello:

$$\varepsilon_{i,t} = c_i + u_{i,t} \qquad (3.6)$$

[106] Islam (1995) pag. 1151.

dove c_i è una variabile casuale (*individual eterogeneity*) che assume valori casuali per ogni *i*, ovvero per ogni paese, ma è costante al variare di *t* mentre $u_{i,t}$ è una variabile casuale (*idiosyncratic error term*) che varia per ogni *i* e *t*. Possiamo porre ora:

$$\begin{aligned} &E(c_i \mid \Delta\mathbf{x}_{i,t}, \Delta\mathbf{z}_{i,t}) \neq 0 \\ &E(u_{i,t} \mid \Delta\mathbf{x}_{i,t}, \Delta\mathbf{z}_{i,t}) = 0 \end{aligned} \tag{3.7}$$

Questo significa supporre che la violazione dell'ipotesi $E(\varepsilon_i \mid \Delta\mathbf{x}_i, \Delta\mathbf{z}_i) \neq 0$ dipende dalla componente c_i ovvero da una serie di caratteristiche specifiche dell'*i*-esimo paese. Ad esempio c_i potrebbe essere il grado di apertura al mercato estero. Tale variabile può influenzare sia il tasso di crescita del PIL che lo sviluppo dei mercati finanziari. Se supponiamo plausibilmente che sia una variabile che evolve lentamente nel tempo si può ipotizzare costante se il periodo analizzato non è troppo ampio. A questo punto ci si trova nella condizione descritta dall'ultima espressione (3.7).
La stima ottenuta con il metodo dei minimi quadrati ordinari (OLS) del modello:

$$\begin{aligned} &\Delta y_{i,t} = \beta_0 + \Delta\mathbf{x}_{i,t}'\boldsymbol{\beta} + \Delta\mathbf{z}_{i,t}'\boldsymbol{\delta} + c_i + u_{i,t} \\ &E(c_i \mid \Delta\mathbf{x}_{i,t}, \Delta\mathbf{z}_{i,t}) \neq 0 \\ &E(u_{i,t} \mid \Delta\mathbf{x}_{i,t}, \Delta\mathbf{z}_{i,t}) = 0 \\ &i = 1,...n \\ &t = 1,...T \end{aligned} \tag{3.8}$$

è inconsistente.
Si consideri ora la seguente variabile dummy[107]:

$$d^{(i)}{}_{j,t} = \begin{cases} 1 \text{ se } j = i \\ 0 \text{ se } j \neq i \end{cases} \tag{3.9}$$

[107] *n* indica il numero dei paesi, *i* indica il paese i-esimo, *t* indica l'anno, *j* è un contatore.

ovvero una variabile booleana che assume valore 1 quando il dato $(\Delta y_{j,t}, \Delta \mathbf{x}_{j,t}, \Delta \mathbf{z}_{j,t})$ è riferito all'*i*-esimo paese e zero altrimenti.

Inserendo le *n*-1 dummies nel modello sopra descritto si ottiene con la tecnica OLS uno stimatore corretto dei parametri.

Per ricavare il panel utilizzato nella stima consideriamo di nuovo un *data set* in cui si dispone, per ogni paese, di osservazioni relative ad esempio al PIL per il periodo $t = 1,...T$. Invece di calcolare la variazione tra inizio e fine periodo possiamo calcolare la variazione in sottoperiodi di ampiezza prefissata. Ad esempio disponendo di $Y_{1990,}Y_{1991,},...,Y_{2000}$ possiamo calcolare:

$$\Delta Y_{2000} = Y_{2000} - Y_{1995};\ \Delta Y_{1999} = Y_{1999} - Y_{1994};\ \Delta Y_{1998} = Y_{1998} - Y_{1993};\ \ldots \qquad (3.10)$$

ottenendo 7 osservazioni per ogni paese. Tale tecnica è nota come *rolling window* (finestra scorrevole).

La tecnica utilizzata per costruire il panel è simile a quella impiegata da Islam (1995) e descritta a pagina 1139. Islam calcola i tassi di variazione delle variabili di interesse utilizzando "finestre" di cinque anni che non si sovrappongono.

Supponiamo di disporre di osservazioni per il periodo t = 1, 2, …T. La prima osservazione sarà calcolata come $\Delta y_1 = y_5 - y_1$ e la seconda come $\Delta y_2 = y_{10} - y_2$ e, in generale:

$$\Delta y_k = y_{5k} - y_{1+5(k-1)} \qquad (3.11)$$

In questo modo i periodi su cui si calcolano i tassi di variazione non si sovrappongono:

$$\begin{aligned} &[5k_1;1+5(k_1-1)] \cap [5k_2;1+5(k_2-1)] = 0 \\ &k_2 = k_1 + 1 \end{aligned} \qquad (3.\ 12)$$

I dati di cui dispone Islam riguardano il periodo 1960-1985 quindi vengono calcolati i tassi di variazione come $\Delta y_1 = y_{1965} - y_{1960}$, $\Delta y_2 = y_{1970} - y_{1966}$, … I questo modo si ottengono cinque osservazioni per ogni variabile. Se i paesi sono *N* il panel sarà quindi costituito da 5*N* osservazioni.

Supponendo che i dati di cui disponeva Islam avessero riguardato gli anni 1961-1986. Evidentemente il panel poteva essere costruito come $\Delta y_1 = y_{1966} - y_{1961}$, $\Delta y_2 = y_{1971} - y_{1967}$,…. e si sarebbero ottenute ugualmente 5 osservazioni per paese. E' chiaro infatti il tasso di crescita osservato nel periodo 1960-1965 e quello nel periodo 1961-1966 sono osservazioni ugualmente valide per l'analisi empirica.

La nostra idea è allora quella di usare tutte le finestre di cinque anni che si possono calcolare quindi, ovvero:

$$\Delta y_k = y_{5+k} - y_k \tag{3.13}$$

il che si noti implica una sovrapposizione[108] dei periodi utilizzati per calcolare i tassi di variazione:

$$\begin{aligned} &[5+k_1;k_1] \cap [5+k_2;k_2] = 1 \\ &k_2 = k_1 + 1 \end{aligned} \tag{3.14}$$

usando questa tecnica Islam avrebbe ottenuto 21 osservazioni per paese.

Lo stimatore utilizzato è noto come *least square dummy variable* e, nel caso di modelli lineari, coincide con lo stimatore *within*.

Il modello stimato è del tipo[109]:

$$\begin{aligned} \Delta y_{i,t} = {} & \beta_{0,i} + \beta_1 \Delta K_{i,t} + \beta_2 \Delta L_{i,t} + \delta_1 \Delta capit_{i,t} + \delta_2 \Delta credbank_{i,t} + \\ & + \delta_3 \Delta reser_{i,t} + \delta_4 \Delta spread_{i,t} + \delta_5 \Delta r\,\mathrm{int}_{i,t} + \delta_6 \Delta gsav_{i,t} + u_{i,t} \end{aligned} \tag{3.15}$$

[108] La sovrapposizione degli intervalli poteva dare adito a dubbi di collinearità, a tale scopo è stata effettuata una simulazione Monte Carlo che evidenzia che il metodo utilizzato non determina distorsione (Appendice 3.2).

[109] La dummy modifica il valore della costante per cui si può assumere la notazione $\beta_{0,i}$

3.5. I risultati.

Nella prima specificazione sono presenti tutti i paesi considerati, dai risultati emerge la mancanza di significatività del parametro associato alla quota del *credito bancario* ***(credbank)*** e il segno contrario a quello atteso del parametro associato alla *capitalizzazione di mercato* ***(capit)***. Il parametro associato al *risparmio* ***(gsav)*** ha anch'esso segno contrario a quello atteso, mentre il parametro associato al *tasso d'interesse* ***(rint)*** non è significativo. L'indicatore relativo alla *concorrenza nel mercato del credito* ***(spread)*** ha il segno atteso ed è significativo così come l'indicatore che rappresenta il *"livello di stabilità"* del sistema economico-finanziario, ovvero il *tasso di riserva liquida delle banche* ***(reser)***.

Tabella 3.1.- Tutti i Paesi[110]***.-***

Regressione panel, stimatore LSDV(Least Square Dummy Variable)[111]
Variabili in logaritmi
Osservazioni = 311
Statistiche t in parentesi

	Coefficienti
capit	-0.013 (-1.00)
credbank	0.616 (0.45)
reser	-1.019 (-1.83)**
spread	-0.723 (-2.21)***
gsav	-1.657 (-1.24)
rint	-0.001 (-0.02)
k	0.703 (9.08)***
l	0.839 (3.14)***
_cons	11.476 (4.75)***

[110] Per tutte le specificazioni sono stati effettuati i test di stabilità strutturale del modello, i quali confermano la validità dell'impostazione adottata (tra i quali Jarque-Berra per la normalità dei residui, Condition Number per la multicollinearità, White per la eteroschedasticità, Swartz per la corretta specificazione).

[111] La scelta di uno stimatore ad effetti fissi, oltre che essere fortemente indicata dalla letteratura per via del c.d. "effetto paese", è suffragata dal test di Hausman che è stato effettuato per tutte le specificazioni (si veda a titolo esemplificativo l'Appendice 3.3.).

* significatività al 10%
** significatività al 5%
*** significatività al 1%

Dai coefficienti riportati nella Tabella 3.1. emerge un'assenza di peso delle variabili finanziarie nello spiegare la crescita, ad esclusione del parametro associato alla *concorrenza nel mercato finanziario*. Importante è la significatività del parametro relativo al *tasso di riserva liquida detenuto dalle banche* ***Reser*** (che utilizziamo per stimare il grado di stabilità sistemica), che assieme alle variabili economiche di controllo ***(capitale k, e lavoro l)*** spiega gran parte della variazione del reddito nel periodo, la contemporanea assenza di significatività dei parametri finanziari standard e la significatività dei fattori reali confermano l'analisi di Favara (2003).

Tabella 3.2.- America Latina- Pacifico[112]-

Regressione panel, stimatore LSDV(Least Square Dummy Variable) *Variabili in logaritmi* *Osservazioni = 68* *Statistiche t in parentesi*	
	Coefficienti
capit	-0.053 (-1.26)
credbank	-0.488 (-1.41)*
reser	-0.420 (-3.30)** *
spread	-0.501 (-0.69)
gsav	-0.551 (-1.30)
rint	-0.070 (-0.21)
k	0.414 (2.84)***
l	0.591 (3.62)***
_cons	-5.784 (-2.92)***

* significatività al 10%
** significatività al 5%
*** significatività al 1%

I risultati sul campione riguardante l'america latina confermano quelli ottenuti in precedenza da Morrison (2001), entrambi gli indicatori dello sviluppo finanziario

[112] Le ripartizioni per area geografica e per reddito sono ricavate da quelle presenti sul sito http://www.worldbank.org/, Data & Research - econ.worldbank.org/, 2006 The World Bank Group (si veda l'Appendice 3.1).

non sono significativi e hanno segno contrario a quello atteso, sintomo che in *contesti altamente instabili* (***Reser*** è altamente significativo) ne lo sviluppo del mercato finanziario ne il sistema bancario riescono a sostenere la crescita.

Questo risultato viene ulteriormente rafforzato dal fatto che anche il parametro associato al risparmio ***(Gsav)*** ha segno contrario a quello atteso, il risparmio a medio termine, non appare elemento propulsore della crescita. La non significatività del parametro associato alla *concorrenza nei mercati finanziari*, si inserisce in un contesto nel quale, in contesti incerti e poveri di regole, le uniche determinanti della crescita sono quelle di ordine reale.

Tabella 3.3.- Europa dell'est-Asia-

Regressione panel, stimatore LSDV(Least Square Dummy Variable)
Variabili in logaritmi
Osservazioni = 93
Statistiche t in parentesi

	Coefficienti
capit	-0.070 (-1.42)*
credbank	1.147 (0.40)
reser	1.914 (1.36)
spread	-0.211 (-0.42)
gsav	-0.318 (-0.89)
rint	-0.003 (-0.38)
k	1.146 (6.70)***
l	0.840 (0.84)
_cons	18.765 (3.77)***

* significatività al 10%
** significatività al 5%
*** significatività al 1%

Non aggiunge particolare contenuto informativo a quanto detto per l'America Latina, la specificazione riguardante l'Asia e l'est-europeo, tutti i parametri *non sono significativi* ed alcuni ***(Capit, Reser e Gsav)*** hanno segno contrario a quello atteso. Questo risultato può anche essere dovuto alla grande eterogeneità del campione, analisi geografiche più approfondite necessiterebbero di un campione molto prossimo sul piano territoriale, cosa che attualmente non è possibile sulla base dei dati disponibili.

Tabella 3.4.- Africa.-

Regressione panel, stimatore LSDV(Least Square Dummy Variable) *Variabili in logaritmi* *Osservazioni = 55* *Statistiche t in parentesi*	
	Coefficienti
capit	0.002 (0.10)
credbank	0.500 (2.16) **
reser	-0.091 (-0.07)
spread	-0.357 (-0.38)
gsav	-0.151 (-0.15)
rint	0.061 (1.09)
k	0.225 (1.88)**
l	0.395 (2.06)**
_cons	12.960 (4.06)***

* significatività al 10%
** significatività al 5%
*** significatività al 1%

Dalla Tabella 3.4., con riferimento ai paesi Africani, si evidenzia un risultato piuttosto sorprendente: la significatività con segno atteso del parametro associato al *Credito Bancario*, in un contesto generale di mancanza di significatività degli altri parametri finanziari. ***Ci sono due possibili spiegazioni***: un forte impatto del credito bancario nella selezione dei progetti da finanziare, oppure una trasmissione tramite canale bancario degli aiuti allo sviluppo concessi degli organismi internazionali. La seconda spiegazione appare suffragata da due ulteriori specificazioni, nella quali la variabile dipendenti diventano il *valore aggiunto manifatturiero*, ed il *valore aggiunto industriale*. In queste ulteriori stime la significatività del parametro scompare ed il segno diventa negativo. Di conseguenza il settore bancario appare come un ***"convogliatore"*** di risorse verso progetti di investimento più o meno profittevoli ma in grado di far crescere il reddito (perché trattasi comunque di iniezioni esterne che vengono computate a fine anno in termini di nuove infrastrutture, anche pubbliche). Ulteriore prova di questa ricostruzione è l'assoluta mancanza di significatività del parametro associato al *risparmio interno* ***(Gsav)***, alti tassi dovrebbero incentivare il risparmio e da questo dovrebbe scaturire una maggiore crescita, la mancanza

dell'anello di congiunzione suggerisce la presenza di una relazione con un evento terzo, quale la presenza di flussi di aiuti economici internazionali.

Tabella 3.5.- Reddito: Alto.-

Regressione panel, stimatore LSDV(Least Square Dummy Variable) *Variabili in logaritmi* *Osservazioni = 93* *Statistiche t in parentesi*	
	Coefficienti
capit	-0.004 (-0.40)
credbank	-1.190 (-0.67)
reser	0.551 (1.10)
spread	1.912 (1.56)*
gsav	0.516 (1.95)**
rint	0.399 (1.71)*
k	1.062 (7.13)***
l	1.083 (1.87)**
_cons	12.493 (3.53)***

* significatività al 10%
** significatività al 5%
*** significatività al 1%

La relazione fra sviluppo dei mercati finanziari e crescita economica non è confermata neanche per i paesi ad alto reddito. Ne tanto meno vi è significatività della relazione fra variazioni del credito bancario e crescita, per spiegare questo appare interessante la significatività con segno contrario del parametro associato alla *concorrenza nel mercato del credito* ***(spread)***, la scarsa competitività tra le banche e la difesa di posizioni di monopolio può giustificare la mancanza di risultati in termini di reddito. *Nei paesi ad alto reddito (e stabili)* assumono rilievo i parametri tradizionali dell'accumulazione finanziaria, il *tasso di interesse* e il *risparmio (*entrambi significativi con segno atteso*)*. Compatibile con questo risultato è il segno contrario del parametro associato alle *riserve bancarie liquide* ***(reser)***. Nei paesi stabili ad alto reddito non è necessario che le banche detengano riserve aggiuntive ed il tasso di riserva tende a quello legale (ove previsto), in questo caso esso varia per provvedimenti amministrativi, o in ogni caso, per motivi indipendenti dal reddito.

Tabella 3.6.- Reddito: Basso, Medio-Basso.-

Regressione panel, stimatore LSDV(Least Square Dummy Variable)
Variabili in logaritmi
Osservazioni = 95
Statistiche t in parentesi

	Coefficienti
capit	-0.007 (-0.22)
credbank	-0.128 (-0.05)
reser	0.116 (0.08)
spread	0.212 (1.67)*
gsav	-1.440 (-0.90)
rint	0.177 (1.22)
k	0.721 (5.20)***
l	1.025 (2.57)***
_cons	5.318 (1.06)

* significatività al 10%
** significatività al 5%
*** significatività al 1%

Anche dalla Tabella 3.6, relativa ai paesi con un reddito Basso e Medio-Basso (secondo le categorie stilate dalla *Banca Mondiale*), emergono risultati che non assegnano alle variabili relative al mercato del credito ed al finanziamento bancario, alcun ruolo nello spiegare le variazioni del reddito. Il parametro relativo alla concorrenza nel mercato del credito è significativo con segno contrario, questo induce a pensare che le strutture finanziare siano anche in questi paesi, scarsamente concorrenziali. L'aumento del reddito delle imprese bancarie (o degli intermediari in genere) potrebbe non accompagnarsi ad una maggiore efficienza nella fornitura di mezzi finanziari al settore reale, e rimanere quindi fine a se stesso[113]. Il maggiore reddito associato alla riduzione della concorrenza può essere spiegato in questi termini, con l'aumento del profitto degli intermediari. *La mancanza assoluta di significatività* del parametro associato alle *riserve bancarie* induce ad una riflessione, a bassi livelli di reddito ed elevata instabilità sistemica, le banche potrebbero porre in essere strategie altamente conservative dal punto di vista dell'erogazione del credito, detenendo elevate riserve indipendentemente dalle variazioni congiunturali dell'economia. Un

[113] Ricordiamo che in questo gruppo di paesi è compresa l'Africa, per la quale emergeva un risultato sorprendente riguardante proprio il credito bancario.

orientamento alla gestione dei capitali delle grandi imprese (e dove presenti degli aiuti allo sviluppo), una scarsa propensione al finanziamento delle imprese piccole e medie (per via dei rischi di insolvenza), ed una strategia conservativa nei confronti delle riserve, possono congiuntamente spiegare questo risultato.

Tabella 3.7.-Reddito: Medio-Alto (Intermedi).-

Regressione panel, stimatore LSDV(Least Square Dummy Variable) *Variabili in logaritmi* *Osservazioni = 100* *Statistiche t in parentesi*	
	Coefficienti
capit	-0.011 (-0.29)
credbank	0.207 (0.84)
reser	-0.261 (-2.36)***
spread	-0.286 (-0.64)
gsav	-0.550 (-1.69)**
rint	0.001 (0.17)
k	0.435 (2.82)***
l	0.357 (0.67)
_cons	17.382 (4.10)***

* significatività al 10%
** significatività al 5%
*** significatività al 1%

Analizzando i risultati della Tabella 3.7 emerge una lettura del rapporto finanza-crescita strettamente legata ad un percorso di sviluppo complessivo del sistema economico. L'alto livello di significatività con segno atteso del parametro associato alle *riserve bancarie*, può permetterci di affermare che gli intermediari recepiscono le variazioni nella stabilità del sistema economico adeguando le loro riserve. In linea con i risultati precedenti anche in questo caso si riscontra la mancanza di significatività del parametro associato alla capitalizzazione di mercato, l'intermediazione di mercato appare impossibile in contesti caratterizzati da variabilità delle condizioni sistemiche, e non è in grado di fornire sostegno alla crescita. La significatività con segno contrario del parametro associato al risparmio ci spinge a dire che, nei sistemi economici intermedi, il risparmio appare un freno allo sviluppo anziché un propulsore, e non può essere

condotto agli elevati rendimenti in quanto il parametro relativo al tasso di interesse è, assolutamente, non significativo.
Il risparmio appare come un meccanismo difensivo nei confronti della instabilità percepita dagli operatori, e questo può essere un freno allo sviluppo. Questa lettura propone al centro degli obiettivi di *policy* il livello di stabilità e certezza degli scambi, tramite norme ed istituzioni di controllo. Un contesto stabile e regolamentato potrebbe consentire tassi di crescita ben più elevati.

3.6. Conclusioni.

Dai risultati dell'analisi empirica emergono una pluralità di aspetti degni di sottolineatura, sia sul piano generale che per specifici contesti.
In primo luogo, l'analisi che utilizza indistintamente tutti i paesi non evidenzia particolari effetti delle due forme di intermediazione (bancaria e di mercato) nel favorire la crescita, questo in accordo con i recenti risultati ottenuti da Favara (2004) (in cui venivano per la prima volta individuati possibili effetti negativi della capitalizzazione di mercato), mentre sono altamente significativi sia il parametro associato alla concorrenza nel mercato del credito **(spread)** sia il parametro utilizzato per valutare la stabilità del sistema economico **(reser).**
In secondo luogo, la profonda diversità fra i risultati ottenuti nelle varie ripartizioni conferma la necessità di analisi differenziate sia dal punto di vista spaziale che per livello di sviluppo economico.
Nel dettaglio, dall'analisi differenziata per gruppi emergono considerazioni di carattere specifico:

- Nei paesi a basso reddito non è possibile individuare alcuna significatività dei parametri finanziari, anzi dalla lettura congiunta della significatività dei parametri, viene evidenziato un contesto caratterizzato da forme gravi di monopolio nel mercato del credito, i cui livelli di profitto non determinano un aumento della crescita

- Nei paesi intermedi, per livello di reddito, emerge una lettura che conferma le precedenti analisi svolte per livelli di sviluppo (Rioja e Valev 2004), il parametro associato al credito bancario è significativo con segno atteso, questo risultato è confermato dalla significatività congiunta del parametro associato alle riserve liquide. Le banche osservano e monitorano il settore reale adeguando le riserve in funzione del livello di rischio percepito, e riescono a selezionare efficacemente i progetti imprenditoriali maggiormente profittevoli (in conformità con l'approccio delle asimmetrie informative). Il risparmio (altamente significativo con segno contrario) appare come un freno allo sviluppo anziché essere considerato un propulsore.

- La relazione fra sviluppo dei mercati finanziari e crescita economica non è confermata neanche per i paesi ad alto reddito. Né, tantomeno vi è significatività della relazione fra variazioni del credito bancario e crescita. Per spiegare questo fenomeno appare interessante la significatività con segno contrario del parametro associato alla concorrenza nel mercato del credito **(spread)**, la scarsa competitività tra le banche e la difesa di posizioni di monopolio può giustificare la mancanza di risultati in termini di reddito. Nei paesi ad alto reddito (e stabili) assumono rilievo i parametri tradizionali dell'accumulazione finanziaria, il tasso di interesse e il risparmio (entrambi significativi con segno positivo), in particolare l'effetto propulsivo del risparmio sulla crescita si riscontra esclusivamente nei paesi sviluppati. Compatibile con questo risultato è il segno contrario del parametro associato alle riserve bancarie liquide **(reser)**. Nei paesi stabili ad alto reddito non è necessario che le banche detengano riserve aggiuntive, ed il tasso di riserva tende a quello legale (ove previsto), in questo caso esso varia per provvedimenti amministrativi, o in ogni caso, per motivi indipendenti dal reddito.

Anche per quanto riguarda le ripartizioni per area geografica sono presenti aspetti peculiari di particolare interesse:

- Il risultato per l'Africa è assimilabile a quello riscontrato per i paesi a basso reddito, con la variante della significatività del credito bancario in questo contesto, tuttavia questi risultati sembrano dettati da un effetto distorsivo degli aiuti allo sviluppo concessi dalle organizzazioni internazionali (come si evince da altre analisi effettuate con diversi indicatori del valore aggiunto manifatturiero ed industriale). Ulteriore prova di questa ricostruzione è l'assoluta mancanza di significatività del parametro associato al risparmio interno **(Gsav)**, alti tassi dovrebbero incentivare il risparmio e da questo dovrebbe scaturire una maggiore crescita, la mancanza dell'anello di congiunzione suggerisce la presenza di una relazione con un evento terzo, quale la presenza di flussi di aiuti economici.

- I risultati sul campione riguardante l'america latina confermano quelli ottenuti in precedenza da Morrison (2001) entrambi gli indicatori dello sviluppo finanziario non sono significativi e hanno segno contrario a quello atteso, sintomo che in contesti altamente instabili (**Reser** è altamente significativo) né lo sviluppo del mercato finanziario né il sistema bancario riescono a sostenere la crescita. Questo risultato viene ulteriormente rafforzato dal segno contrario del parametro associato al risparmio **(Gsav)**.

- Non aggiunge particolare contenuto informativo a quanto detto per l'America Latina, la specificazione riguardante l'Asia e l'est-europeo, fondamentalmente a causa dell'eccessiva eterogeneità dei paesi raggruppati e del basso numero di gruppi disponibili.

Da questi risultati emerge con chiarezza un aspetto, già evidenziato a livello teorico[114], le funzioni del sistema finanziario ed i canali attraverso cui opera variano da contesto a contesto. Con particolare riferimento all'analisi per livelli di sviluppo, appare confermata la teoria delle asimmetrie informative che assegna alle banche un ruolo propulsivo nei confronti dello sviluppo (sistemi economici intermedi, risultato che concorda con l'analisi di Rioja e Valev, 2004), questo a condizione che il sistema economico abbia raggiunto dei livelli minimi di stabilità, che consentano questo ruolo e che impediscano alle crisi di travolgere anche il settore bancario.

[114] Rybczynsky, A. (1988) e Castelnuovo (2005).

Capitolo 4

Finanza crescita e sviluppo economico: l'impatto delle trasformazioni del sistema bancario sulla crescita economica nelle regioni italiane (1989-2007).

4.1. Introduzione.

In questa parte del lavoro viene presentata un'analisi della relazione tra intermediazione finanziaria e crescita in una prospettiva regionale (per quanto riguarda le regioni italiane).

La spinta verso analisi di tipo regionale scaturisce da due considerazioni importanti svolte dalla recente letteratura, sia di ordine teorico che di ordine pratico.

In primo luogo, l'uso di un campione regionale appartenente allo stesso paese permette di minimizzare le disomogeneità, dal punto di vista legale, istituzionale e socioeconomico. E' stato dimostrato[115] che, un alto livello di disomogeneità, può condizionare pesantemente i risultati empirici[116], principalmente per via dell'azione di variabili non osservabili. Sul piano pratico, le informazioni disponibili a livello regionale hanno un maggiore grado di disaggregazione, e sono disponibili una maggiore varietà di indicatori.

Inoltre, è stato dimostrato che il significato della relazione tra sviluppo finanziario e crescita economica, può dipendere dal livello di sviluppo

[115] Una discussione su queste problematiche è stata presentata nel Cap. 2 del presente lavoro.
[116] Per una rassegna sulle implicazioni che i differenti sistemi legali hanno avuto sullo sviluppo economico dei diversi paesi si veda Demirguc-Kunt e Maksimovic (1998).

economico stesso, raggiunto dal sistema in esame[117]. Pertanto, analizzando paesi troppo diversi potrebbe anche mutare il significato assunto dalle variabili finanziarie stesse (Rioja e Valev, 2004).

Nell'analisi empirica effettuata, si considerano vari indicatori relativi all'intermediazione finanziaria, e si considera l'ipotesi che le trasformazioni in atto nel settore bancario possano condizionare le performances del sistema economico (Mayer, 1988).

A seguire la presente introduzione, vengono analizzati i vantaggi della prospettiva regionale nello studio del rapporto fra finanza e crescita. Successivamente vengono svolte alcune brevi considerazioni sull'evoluzione del sistema finanziario italiano, in rapporto al settore produttivo regionale. A seguire viene discussa la tecnica econometrica utilizzata e vengono introdotti i dati e gli indicatori prescelti per l'analisi. Segue la presentazione dei risultati ottenuti ed il commento degli stessi, il capitolo si conclude con delle brevi considerazioni sui risultati di maggiore rilevanza.

Per una discussione sulla letteratura teorica ed empirica del rapporto finanza-crescita a livello regionale si rinvia al cap. 1.

4.2. Benefici della prospettiva regionale nello studio del rapporto fra finanza e crescita.

La letteratura economica evidenzia alcuni vantaggi potenziali dello studio del rapporto finanza-crescita a livello regionale, rispetto al confronto fra paesi.

In primo luogo l'eterogeneità fra le regioni di un singolo paese è di gran lunga inferiore e meglio controllabile, rispetto a quella esistente tra i vari paesi.

In secondo luogo le componenti esogene dello sviluppo finanziario (come il grado di liberalizzazione o la qualità del sistema legale e delle strutture

[117] Un risultato analogo è stato ottenuto nell'indagine empirica condotta nel Cap. 3 nel quale sono stati considerati 82 paesi, dapprima congiuntamente, successivamente disaggregati per livello di sviluppo economico. I risultati ottenuti dal campione intero non sono rappresentativi di alcuno dei sottogruppi.

istituzionali) che possono condizionare anche significativamente i risultati, possono essere controllate adeguatamente a livello regionale.

Sebbene la variabilità del PIL fra paesi sia, di solito, molto più grande rispetto alla variabilità fra regioni, il vantaggio di non dover controllare per fattori legali, istituzionali e sociopolitici (che all'interno di un singolo paese sono piuttosto omogenee), permette di identificare più accuratamente il ruolo della finanza nell'economia.

E' stato anche evidenziato che il collegamento fra intermediazione e crescita economica può essere il risultato di effetti multipli, la possibilità di avere un livello di disaggregazione di dati maggiore può consentire di "separare" i vari effetti evidenziando le variabili di maggiore interesse. Nelle analisi che confrontano paesi gli indicatori disponibili sono spesso delle sintesi che raggruppano un numero elevato di indicatori, e l'eventuale significatività di un parametro consente di ricavare minori informazioni.

In terzo luogo analizzando le regioni si hanno più informazioni sia sulle dinamiche e lo sviluppo del sistema finanziario e, allo stesso tempo, sull'evoluzione delle relazioni contrattuali tra banche e clienti (Guiso et al., 2004).

4.3. Alcune considerazioni sulle trasformazioni del sistema finanziario Italiano e della struttura produttiva tra il 1989 ed il 2007: evoluzione e coevoluzione.

Il sistema economico italiano rappresenta, per molti versi, un caso di studio estremamente interessante quanto controverso. Generazioni di economisti e studiosi delle scienze sociali hanno evidenziato i caratteri che gli conferiscono una serie di peculiarità.

Questo studio non ha l'obiettivo di raccogliere tutti gli elementi che caratterizzano e spiegano la crescita e le trasformazioni dell'economia italiana, tuttavia per interpretare correttamente il rapporto fra evoluzione del sistema

bancario e crescita regionale, appare opportuno evidenziare alcuni degli elementi della recente storia economica italiana, che possono aver contribuito a rendere particolarmente complesso lo studio del rapporto finanza-crescita in Italia.

Dal punto di vista del settore industriale, dalla seconda metà degli anni '80 si è assistito ad un profondo mutamento della struttura produttiva delle imprese italiane.

In primo luogo si è assistito alla fine del modello di sviluppo trainato dalle grandi imprese situate nel nord ovest, sia a causa della crescente concorrenza internazionale (che per un'industria essenzialmente basata sulla trasformazione di materie prime importate ha rappresentato un colpo durissimo) che per i crescenti costi delle materie prime non più ammortizzabili attraverso le svalutazioni competitive, utilizzate dai governi in carica tra la seconda metà degli anni '70 ed i primi anni '80.

A queste dinamiche il tessuto imprenditoriale ha risposto con un processo di ristrutturazione, caratterizzato dalla chiusura (o dal ridimensionamento) delle grandi imprese e dalla delocalizzazione della produzione verso imprese medio piccole[118], principalmente situate nel nord-est ed organizzate sotto forma di distretti[119].

La formula della PMI ha in passato suscitato un ampio dibattito facendo parlare anche di "miracolo", tuttavia appare evidente che lo sviluppo di imprese agili sul piano produttivo in grado di concorrere sul piano della qualità con le imprese estere riducendo i costi, rappresentava una risposta imprenditoriale per evitare il declino, piuttosto che un'alternativa stabile alla grande impresa.

Parallelamente alle dinamiche che hanno portato alla trasformazione della struttura produttiva delle imprese del nord, nelle regioni meridionali si assisteva alla fine dell'intervento straordinario (1992)[120].

[118] Questa dinamica, seppur attraverso fasi alterne evidenzia una tendenza stabile fino ai giorni nostri. Nel 2000 il saldo del numero delle imprese tocca un picco positivo per le PMI di 429 unità mentre contestualmente si riduce di 44 per le società di grandi dimensioni (Fonte: Unioncamere Rapporto 2005).

[119] Dal 1996 al 2002 le piccole e medie imprese nate in Italia si distribuivano per il 46% nel Nord-Est, per il 30% nel Nord-Ovest e solo per il 16% in Sud e Isole (Fonte: Unioncamere 2005).

[120] Successivamente sono state tentate altre esperienze d'intervento al fine di stimolare la crescita nel mezzogiorno, ultima fra queste Sviluppo Italia. Tuttavia le mutate esigenze del bilancio pubblico e del

Anche in questo caso il dibattito sul ruolo dell'intervento straordinario è aperto[121], quello che si può affermare con ragionevole certezza è che, contestualmente all'intervento straordinario ha avuto fine anche il processo di convergenza fra le regioni meridionali e quelle del centro nord[122], che si era verificato nonostante le contraddizioni e le incongruenze che l'intervento statale aveva manifestato[123].

Sul piano della struttura finanziaria sono intervenute trasformazioni importanti, sia dovute a riforme sul piano normativo, sia per effetto della crescente integrazione finanziaria e della concorrenza (interna ed esterna).

Sul piano interno, la concorrenza tra le banche ha innescato un processo di acquisizioni e fusioni dagli esiti molto controversi. Da un lato, la ristrutturazione delle imprese bancarie ha generato un notevole risparmio sul piano dei costi rendendo più efficiente la banca stessa. D'altro canto, ad essere penalizzate da questo processo sono state proprio quelle banche localizzate nelle aree a maggiore rischiosità (in genere nel mezzogiorno), che oltre al rischio ambientale elevato si sono trovate a fronteggiare il minor flusso di risorse derivante dal ridimensionamento dell'intervento pubblico. Il risultato di questo processo è stato un guadagno di efficienza media da parte delle banche a costo della sostanziale "*liquidazione*"[124] del sistema bancario meridionale. Bisogna evidenziare che le banche, intese come sportello di raccolta del risparmio, hanno mantenuto la loro distribuzione capillare sul territorio. Tuttavia i centri decisionali sono stati situati altrove[125], di conseguenza i depositi raccolti nel mezzogiorno vengono, con grande probabilità, impiegati in altre realtà comportando un ulteriore distorsione dei flussi di credito. Il risultato di questa

consenso politico, hanno fatto si che questa struttura rimanesse un contenitore vuoto, al limite convogliatore di risorse comunitarie senza una vera progettualità.

[121] Per una ricostruzione dell'Intervento straordinario nel Mezzogiorno si veda, tra gli altri, Cafiero (2000).

[122] Nonostante il flusso dei fondi comunitari che prima sotto il nome di "Obiettivo 1" , ed ora sotto forma di "Obiettivo Convergenza" continuano ad essere erogate gran parte delle regioni meridionali.

[123] L'imprenditoria pubblica si è purtroppo caratterizzata per una scarsa attenzione alle dinamiche di mercato, proponendo industrie in settori (come quello chimico) ormai obsoleti, privi di sbocchi e potenzialmente distruttivi sul piano ambientale.

[124] A. Lopes (2003).

[125] Tale dinamica è in atto dalla metà degli anni '90 ed è andata accentuandosi (Lucchetti, Papi e Zazzaro (2001)).

dinamica è un paradossale effetto redistributivo da regioni povere di risorse a regioni ricche[126].

Per quanto riguarda l'ingresso dell'Italia nell'Euro ci sono una serie di effetti congiunti che vanno considerati. Innanzitutto la convergenza dei tassi d'interesse fra i paesi aderenti alla moneta unica ha fatto si che ci fosse un sostanziale ribasso del tasso d'interesse di riferimento in tutto il territorio nazionale. Questo ribasso tuttavia, ha lasciato sostanzialmente inalterate le differenze nei tassi applicati territorialmente dalle banche a livello regionale. Diversi sono gli effetti dell'apertura sostanziale di un mercato bancario europeo. Il potenziale ingresso di nuovi operatori ha determinato un processo di fusioni ed acquisizioni che ha finito per determinare un assetto molto diverso dal precedente.

Le banche di grandi dimensioni si sono orientate al finanziamento dei grandi gruppi industriali[127] ed al collocamento di prodotti finanziari a livello nazionale, mentre il finanziamento delle PMI è stato in parte delegato alle banche Popolari e del Credito Cooperativo che sono sostanzialmente subentrate assumendo la connotazione di banche territoriali. Per completare il quadro delle trasformazioni normative occorre discutere l'impatto che hanno avuto sul sistema del credito gli accordi di Basilea, pur senza entrare nel dettaglio si può dire che l'insieme dei provvedimenti contenuti negli accordi possono comportare una riduzione del margine di manovra delle banche, in particolare gli accordi impongono alle banche una maggiore attenzione alle garanzie reali offerte dai clienti nonché una minore esposizione al rischio. Applicando questi concetti al caso italiano appare altamente probabile un ulteriore peggioramento delle condizioni di accesso al credito nelle regioni a maggior rischio.

Dal punto di vista delle variazioni di reddito prodotto nelle regioni italiane, e come risultato delle dinamiche descritte in precedenza, la maggiore crescita ha riguardato le regioni del c.d. NEC (Nord-Est-Centro). Nel dettaglio Marche,

[126] Il fenomeno del razionamento del credito per le imprese meridionali è stato evidenziato da A. Lopes (2001) e C. Imbriani e A. Lopes (2002).

[127] Bisogna sottolineare che i grandi gruppi bancari italiani supportano attivamente le acquisizioni di pacchetti azionari sul mercato dei capitali, la recente storia delle privatizzazione delle aziende pubbliche vede molto spesso le banche come attori principali (dalla prima scalata a Telecom fino alla privatizzazione del patrimonio attivo dell'ex-Alitalia).

Veneto ed Emilia Romagna sono le regioni che hanno sperimentato la maggiore crescita, mentre è significativo che tra le ultime regioni in ordine di crescita si situino Campania e Sicilia ma anche la Liguria ed il Piemonte parte del vecchio cuore industriale italiano[128].

La situazione non cambia in maniera sostanziale se si analizza il livello degli investimenti fissi lordi in termini pro-capite. La maggiore crescita ha riguardato sempre regioni del NEC, nelle prime 5 si situano Trentino, Toscana, Marche e Veneto, mantiene alti livelli anche la Lombardia, mentre tra le regioni di coda si situano Sicilia e Basilicata con un tasso di crescita degli investimenti pressoché nullo, mentre la Campania nel periodo di riferimento ha visto addirittura ridursi gli investimenti del 12%.

Se si analizza il risparmio pro capite le indicazioni sono altamente contrastanti, da un lato la presenza del dato più alto al Trentino sembra indicare un legame tra risparmio ed investimento pressoché diretto e privo di distorsioni, tuttavia questa considerazione viene meno quando si nota che Campania e Calabria hanno avuto una dinamica del risparmio praticamente analoga a quella della Lombardia.

Le incongruenze aumentano quando si nota che il numero di sportelli bancari[129] è cresciuto più in Campania che in Veneto, quest'ultimo aspetto suggerisce un costante trasferimento di risorse da sud a nord, se si collega al fatto che dal punto di vista del reddito e degli investimenti il Veneto è tra le prime regioni in termini di crescita mentre la Campania è sempre tra le ultime.

Da questa semplice osservazione dei principali dati relativi alle regioni italiane, emerge con chiarezza la problematicità e la difficoltà interpretativa delle dinamiche in corso tra settore finanziario e settore reale, soprattutto in contesti dualistici.

4.4. Specificazione empirica: la relazione tra intermediazione bancaria e crescita.

[128] Nostre elaborazioni su dati Istat.

[129] Tutti i dati finanziari sono tratti dalla Base Informativa Pubblica on-line della Banca D'Italia (aggiornati al 2008).

Questa sezione analizza l'andamento di tre indicatori: PIL regionale, investimenti fissi lordi e risparmio lordo. Essi vengono regrediti utilizzando un set di variabili esplicative comunemente utilizzate nella letteratura *cross-country*[130] che riguarda la crescita, mentre per cogliere l'effetto specifico delle trasformazioni del sistema bancario vengono aggiunte delle variabili finanziarie opportunamente selezionate sulla base della letteratura internazionale[131] ma anche di precedenti lavori riguardanti il caso italiano[132].

L'uso di tecniche che utilizzano panel dinamici è particolarmente appropriato rispetto all'oggetto di questo studio, poiché questo particolare metodo permette di catturare gli effetti dell'eterogeneità non osservabile fra le regioni (a patto che esse derivino da caratteristiche persistenti nel tempo).

Studi empirici precedenti, basati su dati *cross-country*, hanno dimostrato la consistenza e l'efficienza di queste tecniche, anche in raffronto alle analisi *cross-section* ed, alternativamente, a regressioni basate su variabili strumentali (Levine et.al. 2002).

Seguendo l'impostazione di Levine et al. (2002) e Valverde et al. (2007) in questo lavoro viene utilizzato il Metodo Generalizzato dei Momenti (GMM) stimatore per panel dinamici che è stato introdotto da Holtz-Eakin et al. (1990), Arellano e Bond (1991) e Arellano e Bover (1995).

L'uso di panel dinamici è ottenuto partendo dal valore iniziale (ritardato) delle tre variabili dipendenti (Pil, investimenti fissi lordi e risparmio) al fine di spiegare l'evoluzione nel tempo.

Si consideri il seguente modello di regressione:

$$Y_{i,t} - Y_{i,t-1} = (\alpha - 1)Y_{i,t-1} + \beta' X_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{i,t} \qquad (4.1)$$

[130] Per una discussione dettagliata si vedano Barro e Sala-I-Martìn (1998) e Sala-I-Martìn (2002).
[131] Valverde et. al. (2007).
[132] La contabilità delle variabili finanziarie e, di conseguenza, gli indicatori disponibili sono estremamente variabili da stato a stato, le variabili finanziarie utilizzate in questo lavoro si rifanno a quelle utilizzate da A. Lopes (2002) in quel caso disaggregate a livello provinciale.

dove Y rappresenta (alternativamente) il prodotto interno lordo, gli investimenti fissi lordi e il risparmio lordo; X è un set di variabili esplicative che rappresenta le determinanti della crescita regionale nonché gli indicatori riguardanti il settore finanziario; η_i è un effetto regionale-specifico non osservabile; ε è il termine d'errore; mentre gli indici inferiori *i* e *t* rappresentano, rispettivamente, regione e periodo di tempo.

L'equazione (4.1) può essere riscritta come segue:

$$Y_{i,t} = \alpha Y_{i,t} + \beta' X_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{i,t} \qquad (4.2)$$

L'effetto regionale-specifico è eliminato prendendo in considerazione l'equazione alle differenze prime della (4.2) così che:

$$Y_{i,t} - Y_{i,t-1} = \alpha(Y_{i,t-1} - Y_{i,t-2}) + \beta'(X_{i,t} - X_{i,t-1}) + (\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1}) \qquad (4.3)$$

Tutte le variabili sono espresse in logaritmi, in modo che le differenze possano essere interpretate come tassi di crescita.

L'uso di strumenti adatti è necessario per prevenire problemi di endogeneità della variabile esplicativa, ed anche per tenere conto del fatto che il nuovo termine di errore $(\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1})$ è correlato con il valore ritardato della variabile dipendente $(Y_{i,t-1} - Y_{i,t-2})$.

Sotto le assunzioni: che il termine d'errore (ε) non sia serialmente correlato, e che, la variabile esplicativa X sia debolmente esogena (ovvero che la variabile esplicativa non sia correlata con la realizzazione futura del termine d'errore), lo stimatore GMM con panel dinamici usa le seguenti condizioni dei momenti:

$$E[Y_{i,t-s} \cdot (\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1})] = 0 \quad \text{per } s \geq 2; t = 3,\text{K},T \qquad (4.4)$$

$$E[X_{i,t-s} \cdot (\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1})] = 0 \quad \text{per } s \geq 2; t = 3,\text{K},T \qquad (4.5)$$

Lo stimatore GMM basato su queste condizioni è denominato "stimatore alle differenze".

Esistono delle carenze concettuali e statistiche che sono state messe in evidenza e che riguardano l'uso, in questo contesto, dello stimatore alle differenze.

Concettualmente, gli economisti potrebbero essere interessati a studiare anche la relazione tra sviluppo finanziario valori pro-capite della variabile dipendente, cosa che viene impedita per definizione utilizzando stimatori alle differenze.

Sul piano statistico, Alonso-Borrego e Arellano (1996) e Blundell e Bond (1997) mettono in evidenza che, quando la variabile esplicativa è persistente nel tempo, i valori ritardati di queste variabili sono strumenti deboli per la stima delle equazioni alle differenze, questo problema si manifesta particolarmente quando si usano piccoli campioni e può condizionare asintoticamente l'efficienza dello stimatore.

In particolare, sempre in riferimento a campioni piccoli, esperimenti Monte Carlo hanno dimostrato che la debolezza degli strumenti può produrre coefficienti distorti.

Allo scopo di ridurre le distorsioni, e le potenziali imprecisioni, derivanti dall'uso di stimatori alle differenze, viene utilizzato un nuovo stimatore che combina le caratteristiche delle equazioni alle differenze con le caratteristiche delle equazioni in livelli.

Questo risultato si ottiene stimando congiuntamente un sistema di equazioni (Arellano e Bover, 1995; Blundell e Bond, 1997) .

Gli strumenti per la regressione alle differenze sono le stesse già menzionate in precedenza. Gli strumenti per la regressione in livelli sono le differenze ritardate delle variabili corrispondenti.

Questi sono strumenti adeguati sotto la seguente assunzione supplementare: sebbene possa esserci correlazione tra i livelli delle variabili poste sul lato destro nell'equazione (4.2) e l'effetto regionale-specifico, si suppone che non vi sia correlazione fra le "differenze" della stessa variabile e l'effetto regionale-specifico.

Questa assunzione è il risultato delle seguenti proprietà dello stato stazionario:

$$E[Y_{i,t+p} \cdot \eta_i] = E[Y_{i,t+q} \cdot \eta_i]$$
$$E[X_{i,t+p} \cdot \eta_i] = E[X_{i,t+q} \cdot \eta_i] \qquad \forall \ p \text{ e } q \tag{4.6}$$

Le condizioni dei momenti supplementari *p* per la seconda parte del sistema (regressione in livelli) sono:

$$E[Y_{i,t-s} - Y_{i,t-s-1} \cdot (\eta_i + \varepsilon_{i,t})] = 0 \qquad \text{per} \quad s = 1 \tag{4.7}$$

$$E[X_{i,t-s} - X_{i,t-s-1} \cdot (\eta_i + \varepsilon_{i,t})] = 0 \qquad \text{per} \quad s = 1 \tag{4.8}$$

Pertanto, le condizioni dei momenti sono utilizzate come nelle equazioni (4.4), (4.5), (4.7) e (4.8), e la procedura GMM così descritta viene impiegata per generare stime consistenti e parametri efficienti.

La consistenza dello stimatore GMM, così ottenuto, dipende sul validità degli strumenti.

Il test di Sargan per valutare "l'*over-identifying restrictions"* viene utilizzato successivamente esaminare la validità complessiva degli strumenti, oltre ai 2 test AR ed al test di Hansen, nell'effettuare le stime si è tenuto conto della possibile endogeneità dei regressori[133].

Come evidenziato da Arellano e Bond (1991), le stime a un solo stadio sono le più efficienti, mentre le stime a due stadi mostrano una considerevole distorsione degli *standard errors.* Per queste ragioni, i coefficienti e le statistiche riportate corrispondono al primo stadio.

[133] Il modello di Arellano e Bond (1991), oltre a garantirci una stima del parametro associato alla dipendente ritardata, ci consente di controllare adeguatamente le variabili endogene. La regola utilizzata in letteratura per discriminare le variabili può essere riassunta sinteticamente come segue. Si ipotizzi un modello del tipo $Y_t=b0+b1*X1_t+b2*X2_t+e_t$: X1 è strettamente esogena perché indipendente dai valori presenti e passati di e_t ovvero, $E(X1_te_t) = 0$ ma anche $E(X1_te_{t-1}) = 0$; X2 è endogena perché dipendente dai valori presenti e passati di e ovvero $E(X2_te_t) \neq 0$ ma $E(X2_te_{t-1}) \neq 0$.

4.5. I dati.

In questo lavoro sono state considerate le 20 regioni italiane prendendo in esame il periodo 1989-2007, ottenendo così un massimo di 380 osservazioni panel. Le stime sono effettuate sia per il breve che per il lungo periodo. I coefficienti di breve periodo sono stimati direttamente sulle 380 osservazioni annuali, mentre per quanto riguarda i coefficienti di lungo periodo, seguendo la letteratura empirica degli studi *cross-country*[134], i coefficienti sono ottenuti come valori medi per periodi di quattro anni, si ottengono così un massimo di 100 osservazioni panel.

Sono definiti due gruppi di variabili, reali e finanziarie.

La descrizione e le fonti per ognuna delle variabili utilizzate sono riportate nella tabella 4.1, mentre le statistiche descrittive nella tabella 4.2 .

Tabella 4.1.- Descrizione delle variabili e fonti utilizzate.-

Deflat	rappresenta il deflatore del pil calcolato come il rapporto tra il pil a prezzi correnti sul pil a prezzi costanti, anno base 1995 (FONTE ISTAT).
Indust	rappresenta il peso dell'industria, calcolato come il rapporto tra il peso del settore industriale e il pil a prezzi costanti, anno base 1995 (FONTE ISTAT).
Gcons	rappresenta i consumi finali del settore pubblico regionale a prezzi costanti, anno base 1995 (FONTE ISTAT).
Pil	rappresenta il PIL regionale a prezzi costanti, anno base 1995 (FONTE ISTAT).
Inv	rappresenta gli investimenti fissi lordi (pubblici e privati), anno base

[134] Fisman e Love (2004) ipotizzano che gli effetti di breve periodo siano significativamente diversi da quelli di lungo. Valverde et al. (2007) confrontano breve e lungo periodo per le 17 regioni spagnole ottenendo risultati simili.

	1995 (FONTE ISTAT).
Istrpro.	rappresenta la spesa per l'istruzione regionale pro-capite a prezzi costanti[135], anno base 1995 (FONTE ISTAT)
Vec	rappresenta un indice di vecchiaia calcolato come il rapporto tra il numero di abitanti con più di sessantaquattro anni e il numero di abitanti tra zero e quattordici anni (FONTE ISTAT).
Dens	rappresenta la densità di popolazione per Km/q calcolata come il rapporto tra il numero di residenti e la superficie regionale (FONTE ISTAT).
Sof	rappresenta le sofferenze bancarie (Fido Utilizzato) (FONTE BANCA D'ITALIA)
Spread	rappresenta i costi d'intermediazione ed è calcolato come differenza tra tassi attivi e tassi passivi, quest'indicatore viene utilizzato per stimare la concorrenza nel mercato del credito (FONTE BANCA D'ITALIA).
Inter	rappresenta il volume di intermediazione calcolato come il rapporto tra il numero di sportelli e la somma tra impieghi e depositi, tale indicatore viene utilizzato per stimare il peso dell'intermediazione (FONTE BANCA D'ITALIA).
Invpr	rappresenta il rapporto tra gli impieghi privati ed il pil (FONTE BANCA D'ITALIA).
Impl	rappresenta il rapporto tra gli impieghi di medio e lungo periodo e il totale degli impieghi (FONTE BANCA D'ITALIA).
Risp	rappresenta i depositi bancari (FONTE BANCA D'ITALIA).
K	rappresenta lo stock di capitale, esso viene calcolato a partire dalla stima effettuata da Paci e Pusceddu (1980) ed applicando ai periodi

[135] Si è ritenuto opportuno utilizzare la voce di spesa che include anche la spesa pro-capite per tutte le attività culturali (cinema, teatri, musei, libri) in quanto a seguito delle riforme scolastiche intervenute a metà degli anni novanta, il numero di anni di istruzione potrebbe non essere un indicatore valido (in quanto le promozioni riscontrate in sede di esami di Stato hanno superato largamente il 95% , dimostrando una scarsa selettività).

	successivi il metodo dell'inventario permanente, ipotizzando un tasso di deprezzamento del 5%[136] (FONTE PACI e PUSCEDDU (1980) , CRENOS, ISTAT).

Tabella 4.2.- Statistiche Descrittive-

	Media	**Deviazione Standard**
dens	175.2607	104.3019
vec	145.6774	48.50967
deflat	107.629	18.57642
indust	19.35491	6.369344
gcons	13193.22	16169.42
inv	9629.816	8678.167
istrpro	2686.368	1033.847
spread	5.56713	2.031833
pil	48651.33	45885.68
risp	27092.14	30648.53
invpr	21.65163	14.84259
impl	6.118091	4.802401
impriv	34.08747	8.515195
inter	26.07817	8.359929
k	190598.6	158327.1

4.6. I risultati.

I risultati dell'analisi sul Pil regionale sono contenuti nella tabella 4.3.

[136] Esiste un ampio dibattito in letteratura sulla stima del capitale a livello regionale, in questa sede abbiamo ritenuto opportuno seguire le ipotesi standard in letteratura. Si vedano tra gli altri Bonaglia e Picci (2000), Aiello e Scoppa (1999).

Un primo elemento importante da sottolineare è la significatività del parametro associato al Pil iniziale questo elemento conferma gli studi che dimostrano una certa "persistenza" dei livelli di reddito, e soprattutto, una fase di stasi dell'economia italiana, e delle regioni in particolare. Il segno positivo del parametro associato al livello iniziale del Pil indica che non c'è stata convergenza fra le regioni italiane nel periodo considerato, tale risultato peraltro emerge dai principali studi specifici sulla convergenza ed è sottolineato da molti autori (Daniele 2005, Fabiani e Pellegrini 1997, Papi e Zazzaro 1999, Aiello e Scoppa 1999). In questa sede possiamo riassumere brevemente gli elementi presenti nella letteratura che giustificano questo risultato. Secondo i modelli recenti di crescita endogena, l'efficienza economica regionale dipende, oltre che dalla dotazione di capitale fisico e dalla forza lavoro disponibile, anche da specifici fattori istituzionali ed ambientali.

Secondo le teorie della crescita endogena, infatti, le variabili relative all'assetto istituzionale possono influenzare il grado di incertezza dell'economia, il processo di formazione delle aspettative degli agenti economici, il rendimento atteso degli investimenti e, di conseguenza, il processo di formazione del capitale. L'assetto istituzionale di una regione influenza, altresì, l'efficacia degli interventi pubblici e la capacità dei decisori politici di indirizzare e coordinare le scelte degli agenti, con inevitabili effetti sul grado di diffusione dell'informazione e della tecnologia, e conseguenti effetti sul grado di ricettività dell'ambiente agli stimoli espansivi.

Un altro elemento fondamentale per spiegare la persistenza dei divari regionali sono i livelli di dotazione infrastrutturale. Un basso livello di dotazione infrastrutturale può, infatti, influenzare molto negativamente sia i processi di formazione delle aspettative degli agenti economici sia il processo di allocazione delle attività produttive, causando un forte rallentamento delle dinamiche di sviluppo. Inoltre le infrastrutture sono un fattore che incide direttamente sul livello di efficienza dei sistemi produttivi già esistenti.

L'analisi dell'andamento degli indicatori regionali, riferiti alla struttura istituzionale, al contesto ambientale ed alla dotazione infrastrutturale, possono

spiegare l'assenza di convergenza nel periodo considerato. Riguardo agli indicatori relativi all'efficienza delle istituzioni ed alla dotazione infrastrutturale, le regioni meridionali (e le province) sono perennemente agli ultimi posti, e questa dinamica non sembra invertirsi nel periodo considerato. Sul piano ambientale le organizzazioni criminali influiscono negativamente sulla profittabilità degli investimenti economici, ed anche in questo caso non si registrano miglioramenti[137].

Confrontando i coefficienti di breve e lungo periodo, si evidenzia una riduzione dell'elasticità tra il breve ed il lungo periodo, si può dire che le trasformazioni nelle regioni italiane, quando avvengono, hanno luogo a medio e lungo termine. Il parametro relativo al capitale è significativo con segno atteso e l'elasticità è più alta nel lungo periodo, questo dato, letto congiuntamente a quello relativo al livello iniziale del Pil, testimonia che i divari "strutturali" fra le regioni determinano in gran parte il risultato economico dei periodi successivi[138].

Il parametro associato all'inflazione è significativo con segno atteso con elasticità crescente dal breve a lungo periodo. Il parametro associato al peso del settore industriale è anch'esso significativo con segno atteso e con elasticità crescente dal breve al lungo periodo, ed anche questo dato indica un elemento di problematicità che probabilmente ostacola fortemente un processo di convergenza regionale. Le regioni meridionali sono caratterizzate da un modestissimo peso del settore industriale, l'assenza di convergenza e la significatività del parametro associato al peso del settore industriale indicano che il divario territoriale non può essere colmato prescindendo dall'industria in senso stretto. Sulla base di quanto detto appare comprensibile la mancanza di significatività associata ai parametri finanziari. Una riflessione particolare deve essere svolta per quanto riguarda la significatività con segno contrario del parametro associato agli impieghi privati nel breve periodo[139]. Questo risultato,

[137] Queste considerazioni sono svolte sulla base dell'analisi dei dati dell'Istituto Tagliacarne, dei dati Istat, nonché delle recenti indagini di Confcommercio e Svimez.
[138] Nell'analisi di Lopes (2003) effettuata a livello provinciale, veniva considerata una misura della dotazione di infrastrutture (ottenuta dall'ISAE), la quale era sempre significativa.
[139] Questo risultato si conferma anche utilizzando altri indicatori relativi agli impieghi.

apparentemente paradossale, può essere spiegato da una serie di fattori peculiari dell'economia italiana già accennati in fase descrittiva. Il periodo considerato è stato caratterizzato da un processo di ristrutturazione finanziaria che ha avuto come esito la sostanziale "liquidazione" del sistema bancario meridionale. In questa fase di difficoltà, le banche hanno cercato alti profitti con investimenti ad alto rendimento, ai quali però si associa un alto livello di rischio, così facendo anziché ridurre le perdite le banche hanno finito per non rientrare delle somme erogate[140]. Contestualmente in questa fase l'ingresso nell'Unione Monetaria Europea, ha comportato una serie di fusioni ed acquisizioni dovute alla maggiore concorrenza, in queste fasi di transizione non è escluso che ad essere penalizzate siano state le imprese, con un particolare peggioramento delle condizioni del credito. Da non sottovalutare in questo contesto è la fine dell'intervento straordinario, che ha ridotto notevolmente la spinta all'industrializzazione provocando ricadute negative anche nel privato (in termini di indotto). La significatività del parametro associato all'indice di vecchiaia, nel lungo periodo, è compatibile con la teoria del ciclo vitale di Modigliani, in quanto l'invecchiamento medio della popolazione, provoca un aumento del numero di persone che spendono quote crescenti del proprio reddito. Tuttavia, questo fenomeno ha implicazioni fortemente negative in quanto può indicare, in modo concorde con gli altri risultati, che le differenze in termini di Pil a livello regionale sono fondamentalmente determinate dai consumi e non dalla produzione.

Tabella 4.3.- Variabile dipendente PIL (periodo 1989-2007)- [141]

[140] Questo fenomeno è stato evidenziato da D. Silipo (1997).

[141] Per tutte le specificazioni sono state effettuati i test AR(1) , AR(2), test di Sargan ed il test di Hansen. I valori dei test AR e Sargan confermano la bontà dell'impostazione adottata. Il valore del P-value del test di Hansen assume valore 1 per tutte le stime, questo risultato può sollevare dei dubbi sulla validità degli strumenti adottati. Tuttavia, come evidenziato da Papi e Zazzaro (1999), questi problemi scaturiscono unicamente dall'uso di un campione di 20 regioni. Un allargamento del campione non è concepibile neanche teoricamente, soprattutto poiché a livello provinciale sarebbero indisponibili gran parte dei dati, mentre su quelli disponibili si evidenzia una certa omogeneità a livello delle province appartenenti alla stessa regione, questo fa si che anche utilizzando dati provinciali non aumenterebbe il contenuto informativo. Nonostante queste difficoltà la tecnica utilizzata è ormai largamente applicata a livello internazionale, per gli studi riguardanti le regioni. Si vedano tra gli altri Valverde et al. (2007) e Liangh (2007).

Regressione con panel dinamici
Variabili in logaritmi
Osservazioni = 320 (breve periodo)
Osservazioni = 100[142] *(lungo periodo)*
Statistiche t in parentesi

	Coefficienti di breve periodo	***Coefficienti di lungo periodo***
pil-iniziale	0.456 (5.35)***	0.251 (2.14)**
k	0.117 (1.64)*	0.179 (2.02)**
deflat	-0.262 (-3.38)***	-0.480 (-3.20)***
istrpro	0.001 (0.11)	0.021 (0.48)
spread	-0.015 (-0.85)	0.019 (0.78)
sof	-0.001 (-0.05)	-0.010 (-1.01)
gcons	0.022 (0.84)	0.010 (0.16)
impriv	-0.022 (-2.21)**	-0.028 (-1.28)
inter	0.010 (0.77)	0.037 (1.44)
indust	0.068 (1.80)*	0.142 (1.94)**
vec	0.039 (0.93)	0.084 (2.56)***
dens	-0.010 (-0.06)	0.320 (1.35)

* significatività al 10%
** significatività al 5%
*** significatività al 1%

Nella tabella 4.4 sono riportati i risultati delle stime relative al livello degli investimenti fissi lordi. In analogia con i risultati ottenuti per il Pil, anche in questo caso, i divari regionali in termini di investimenti sembrano essere determinati dallo stock di capitale e dagli investimenti precedenti.

Nel caso degli investimenti, tuttavia, esistono degli effetti determinati dal sistema finanziario. In particolare sono significativi con segno atteso, il livello delle sofferenze bancarie nel breve periodo e la concorrenza nel mercato del credito nel lungo. Questi dati confermano la lettura che è stata data in precedenza, un aumento delle sofferenze provoca una ricaduta negativa pressoché immediata nel livello degli investimenti, e questo spiega i divari regionali e, probabilmente, anche la crisi del credito nel meridione e le difficoltà del settore imprenditoriale. L'aumento del livello di concorrenza nel mercato del credito ha effetti positivi a

[142] Le annualità disponibili per l'indagine empirica sono 18, al fine di utilizzare al meglio le informazioni si è ritenuto opportuno inserire anche i valori iniziali e finali del periodo. Questo ha consentito, nell'analisi di lungo periodo, di ottenere 5 osservazioni per regione in quanto il valore finale (2007) è stato regredito rispetto alla media dei 4 periodi precedenti, mentre tutti gli altri valori rappresentano il confronto fra medie. Il valore iniziale (1989) è stato utilizzato esclusivamente come strumento dal sofware econometrico utilizzato, che è Stata 8.

medio e lungo termine, in quanto una riduzione del costo del credito (in termini di tassi d'interesse) può stimolare le imprese a richiedere credito, credito che diviene investimento a medio termine. Tuttavia anche in questo caso ne il volume di intermediazione, ne gli impieghi privati, sono significativi, ed hanno addirittura segni contrari. Questo fenomeno può essere correttamente interpretato se si pensa che l'aumento della concorrenza, può aver comportato, trasferimenti territoriali di risorse (da sud a nord per via della perdita di autonomia delle banche meridionali). Se i depositi raccolti nel Sud vengono impiegati altrove, si può affermare che i divari territoriali in termini di investimento possono ampliarsi anziché ridursi.

La significatività dei consumi pubblici con segno negativo, nel lungo periodo, può essere indice di una certa sostituibilità tra spesa in consumi e spesa per investimenti, questo risultato è compatibile con la riduzione della spesa pubblica che si è verificata progressivamente nel periodo di riferimento. Può essere accaduto che la riduzione della spesa pubblica sia stata perseguita sotto forma di diminuzione degli investimenti pubblici, a fronte di altre spese in consumi pubblici incomprimibili (come quelle sanitarie, o per il funzionamento delle amministrazioni periferiche).

Tabella 4.4.- Variabile dipendente INV (periodo 1989-2007)-

Regressione con panel dinamici
Variabili in logaritmi
Osservazioni = 320 (breve periodo)
Osservazioni = 100 (lungo periodo)
Statistiche t in parentesi

	Coefficienti di breve periodo		***Coefficienti di lungo periodo***	
inv-iniziale	0.409	(5.19)***	0.354	(2.92)***
k	0.549	(2.12)**	-[143]	
deflat	-0.282	(-1.38)	-0.166	(-0.34)
istrpro	-0.005	(-0.50)	-0.056	(-0.38)
spread	-0.033	(-0.93)	-0.199	(-2.07)**
sof	-0.052	(-1.52)*	-0.013	(-0.36)

[143] La stima di lungo periodo non ha superato i test a causa dell'alto numero di strumenti rispetto alle osservazioni, viene presentata la stima effettuata escludendo il parametro relativo al capitale in quanto, tra i parametri che potevano essere esclusi, è quello la cui esclusione genera meno distorsione in quanto con grande probabilità, l'effetto viene assorbito dal parametro relativo al livello iniziale degli investimenti. La stima così effettuata ha superato i test.

gcons	-0.011	(-0.06)	-0.331	(-1.78)*
impriv	-0.015	(-0.46)	-0.032	(-0.30)
inter	0.077	(1.49)	0.041	(0.47)
indust	-0.043	(-0.41)	-0.076	(-0.35)
dens	0.435	(1.02)	0.985	(1.28)
vec	0.004	(0.05)	-0.107	(-0.63)

* significatività al 10%
** significatività al 5%
*** significatività al 1%

Nella tabella 4.5 sono presentati i risultati relativi alle determinanti del risparmio a livello regionale. Rispetto al pil ed agli investimenti, i coefficienti relativi al valore iniziale del risparmio sono più elevati, questo conferma che la scelta sull'ammontare di ricchezza che viene risparmiato, dipende da fattori indipendenti dalle condizioni relative al mercato finanziario. Il fatto che il coefficiente di lungo periodo sia solo lievemente inferiore a quello di breve indica che anche le decisioni di risparmio si modificano piuttosto lentamente nel tempo. Tra le determinanti significative, la concorrenza nel mercato bancario, ha effetti benefici sulla raccolta del risparmio, in misura maggiore nel lungo periodo rispetto al breve. Anche questo risultato è frutto di un contesto fondamentalmente dualistico, la concorrenza favorisce l'accumulazione del risparmio, nel periodo considerato la concorrenza è aumentata, ma come emerge dagli altri risultati, questo non necessariamente garantisce livelli elevati di crescita.

Quest'ultima osservazione è confermata dal segno negativo del parametro associato agli impieghi privati, che si può spiegare sia per effetto delle già citate differenze territoriali. Ad esempio l'elevata rischiosità ambientale nelle regioni meridionali può provocare una spirale negativa, le banche per recuperare elevati livelli di sofferenza possono tendere a privilegiare i progetti ad alto rendimento, i quali a loro volta si caratterizzano per un livello di rischiosità maggiore. In un contesto di questo tipo un aumento degli impieghi si può anche associare ad un aumento delle disuguaglianza. Questa interpretazione può essere rafforzata da un effetto determinato dalla perdita di autonomia del sistema finanziario meridionale, può accadere (se la proprietà dell'ente bancario è ubicata altrove)

che gli sportelli raccolgano depositi che vengono poi dirottati in altre regioni, di conseguenza il volume degli impieghi nel centro nord diviene in parte indipendente dal livello dei depositi raccolti, e le differenze possono accentuarsi anziché ridursi.

La significatività del parametro associato ai consumi pubblici è un'indicazione potenzialmente negativa, specie per le regioni meridionali. Questo risultato indica che il risparmio dipende principalmente dal reddito, i consumi pubblici finanziano indirettamente l'accumulazione di risparmi, in periodi caratterizzati da riduzioni di spesa per esigenze di bilancio statale (o per obblighi legati ai parametri europei) questo può contribuire ad ampliare i divari territoriali in assenza di altri interventi sostitutivi (sul piano degli investimenti come si diceva in precedenza).

Per quanto riguarda il parametro associato alla densità della popolazione, essa si associa positivamente al risparmio nel breve periodo, mentre la significatività del parametro associato all'indice di vecchiaia può essere spiegato dal modello del ciclo vitale di Modigliani, i cui effetti emergono nel lungo periodo.

Tabella 4.5. -Variabile dipendente RISP (periodo 1989-2007)-

Regressione con panel dinamici
Variabili in logaritmi
Osservazioni = 300 (breve periodo)
Osservazioni = 100 (lungo periodo)
Statistiche t in parentesi

	Coefficienti di breve periodo		***Coefficienti di lungo periodo***	
risp-iniziale	0.702	(6.80)***	0.625	(2.59)***
k	-0.044	(-0.25)	0.222	(0.37)
deflat	-0.092	(-0.45)	0.295	(0.39)
istrpro	0.001	(0.17)	-0.027	(-0.16)
spread	-0.069	(-1.90)**	-0.325	(-2.08)**
gcons	0.118	(2.53)***	0.356	(1.89)**
impriv	-0.095	(-1.99)**	-0.153	(-2.16)**
indust	0.083	(0.86)	-0.285	(-0.86)
dens	0.716	(1.90)**	-1.453	(-0.84)
vec	0.005	(0.07)	-0.714	(-2.05)**

* significatività al 10%
** significatività al 5%
*** significatività al 1%

4.7. Conclusioni

Al termine di questa indagine empirica sulle regioni italiane, si possono trarre alcune considerazioni di carattere generale ed altre più specifiche in riferimento al caso italiano.

In termini generali appare arduo cercare di individuare un modello di riferimento generale ed universale che spieghi il rapporto fra finanza e crescita.

Il fatto che non ci siano risultati univoci in letteratura, nel confronto fra paesi, è testimoniato dall'assunto secondo cui che da sistema a sistema possano cambiare radicalmente sia i meccanismi di trasmissione, nonché i rapporti di causa ed effetto tra variabili reali e finanziarie. Quest'ultima considerazione può aiutarci a comprendere la difficoltà della letteratura nello stabilire con certezza la direzione del nesso di causalità fra finanza e crescita. Si può anzi affermare, che settore reale e settore finanziario siano in costante dialettica, ed il mutamento delle condizioni in uno si trasmette all'altro.

Per quanto riguarda l'analisi delle regioni italiane, ciò che emerge con maggiore chiarezza è una difficoltà del settore finanziario nello svolgere un ruolo positivo per lo sviluppo economico, e per la riduzione dei divari territoriali.

Il periodo analizzato è stato ricco di profonde trasformazioni, sia nel settore reale (attraverso il cambiamento sostanziale del modello di sviluppo) sia del settore finanziario (attraversato da mutamenti normativi e da un complesso processo di ristrutturazione).

Questo processo, come già evidenziato da altri autori, ha avuto esiti contraddittori. L'aumento della concorrenza e la riduzione dei costi di intermediazione, che avrebbero dovuto favorire lo sviluppo locale, hanno favorito un drenaggio di risorse dalle aree meno sviluppate e ad alto rischio, verso le aree ad alto reddito. Né l'indicatore relativo al volume di

intermediazione né quello relativo agli impieghi privati hanno un ruolo positivo nel promuovere la crescita regionale.

Le variazioni nella crescita regionale (come nel livello degli investimenti) sembrano essere determinate dalla dotazione di capitale regionale. Se si associa questa considerazione al fatto che gli impieghi privati non determinano una riduzione delle disuguaglianze in termini di reddito, si ha l'impressione che anche alti livelli di risparmio non possano (da soli) rappresentare una garanzia di sviluppo.

Conclusioni.

Al termine di questo studio, ed a completamento dello stesso, si possono proporre alcune riflessioni conclusive di carattere generale.

Sul piano teorico, appare evidente che lo studio del rapporto tra finanza e crescita è condizionato da un gran numero di fattori, i quali, interagendo fra loro, rendono complessa sia la lettura che l'interpretazione del fenomeno. La grande varietà degli studi sul tema, ci consente di evidenziare una molteplicità di interazioni fra sistema finanziario e sistema economico. In letteratura tali interazioni sono state analizzate evidenziando tutti gli aspetti caratterizzanti del legame finanza-crescita, dall'impatto finale (positivo, neutro o addirittura negativo) al meccanismo di trasmissione attraverso cui si giungerebbe al risultato (stimolo all'allocazione efficiente degli investimenti ed alla qualità degli stessi, stimolo alla raccolta del risparmio). Da un quadro teorico così variegato può apparire arduo ricostruire una chiave di lettura unitaria. Tuttavia, un primo elemento di collegamento interpretativo dei risultati, rispetto alle differenze riscontrate tra le varie scuole teoriche, è emerso quando un filone di ricerca ha ipotizzato che il legame tra finanza e crescita potesse risentire fortemente delle condizioni specifiche connaturate al sistema economico considerato (Fisman e Love, 2000, Acemoglu et al. 2000, La Porta et. al. 1998a, 1998b).

Queste divergenze teoriche hanno dato impulso a studi empirici che hanno negato (almeno in parte) un ruolo autonomo del sistema finanziario come propulsore della crescita economica (Morrison 2001, Favara 2004).

Per spiegare questi risultati, e soprattutto per superare il problema del nesso causale, un importante filone di letteratura ha ricercato nella storia economica, e nella nascita delle istituzioni, un possibile strumento per superare i problemi econometrici di identificazione corretta del legame tra finanza e crescita (Beck e Levine 2002).

Questi studi, in un meccanismo di feedback, hanno dato l'opportunità a molti autori di confermare la validità delle precedenti assunzioni o di inserirle in una struttura teorica più articolata.

In particolare, dallo studio della letteratura sulla comparazione dei sistemi economico-finanziari, e dal confronto fra i diversi risultati ottenuti, si può giungere ad una conclusione metodologica importante per i futuri studi sul tema finanza-crescita. Nel confronto fra paesi esistono elementi irriducibili di diversità, dovuti sia al livello di sviluppo economico che alla stabilità ed efficienza delle istituzioni interne, in grado di garantire un sufficiente livello di fiducia e di certezza degli scambi.

Questa considerazione non deve portare ad un rigetto degli studi che effettuano un analisi congiunta fra paesi, ma ad una maggiore contestualizzazione dei risultati, e di conseguenza, ad una intensificazione della ricerca sui sistemi economici con un sufficiente grado di omogeneità (dal punto di vista economico, istituzionale e geopolitico) (Castelnuovo 2005).

La letteratura suggerisce altresì, l'opportunità di ricercare indicatori specifici che consentano di identificare i livelli di "stabilità sistemica" ed analizzare, di conseguenza, il rapporto fra settore finanziario e settore reale escludendo i disturbi che possono comportarne una distorsione (Rousseau e Watchel 1998, 2001, sul piano interpretativo Watchel 2005).

I risultati dell'analisi empirica del capitolo 3 offrono supporto a questa conclusione tratta dalla letteratura.

I risultati relativi all'intero campione non sono rappresentativi di nessun sottogruppo, questo risultato è tanto più significativo se si confrontano tra loro i risultati ottenuti per i singoli sottogruppi. Per quanto riguarda i paesi ad alto reddito emerge il legame e la significatività dei parametri "classici" del sistema finanziario, quali risparmio e tasso di interesse, mentre nell'analisi relativa ai paesi a reddito intermedio ed a basso reddito le indicazioni che se ne ricavano sono necessariamente più articolate. La significatività del parametro con il quale viene approssimata la percezione dell'instabilità da parte del sistema finanziario (riserve liquide) per i paesi a reddito intermedio, e la mancanza di significatività

dei parametri finanziari nel campione a basso reddito, suggeriscono la possibilità di identificare un percorso che i sistemi economici compiono dall'instabilità alla stabilità (o viceversa). L'ipotesi che ne scaturisce è che il legame tra finanza e crescita sia condizionato dal livello di stabilità complessiva del sistema economico. Il legame emerge quando il sistema economico è stabile, le istituzioni sono credibili e solide, mentre diviene gradualmente più sfumato fino a scomparire per quei sistemi economici instabili e frequentemente sottoposti a shocks. Una conseguenza, di questa impostazione, è la possibilità che un medesimo shock abbia effetti diversi a seconda della posizione che occupa il sistema economico in una "ipotetica curva" che rappresenta il livello di stabilità. Uno shock, anche limitato, può avere effetti devastanti sul legame finanza-crescita se colpisce un sistema economico instabile (fragile nelle relazioni fra imprese e settore finanziario e caratterizzato da una scarsa credibilità delle istituzioni finanziarie), mentre potrebbe avere effetti irrilevanti su un sistema economico stabile (caratterizzato da relazioni durevoli fra imprese e settore finanziario, e da istituzioni finanziarie solide e credibili).

Un altro filone di ricerca importante per lo studio del rapporto fra finanza e crescita è quello che riguarda gli studi regionali. L'utilizzo di campioni relativi ad un unico paese consente di superare molti dei problemi che impediscono un'analisi approfondita nel confronto fra paesi. L'omogeneità del sistema normativo, delle istituzioni, e della dinamica economica di medio-lungo termine, sono tutti fattori che consentono di analizzare il legame finanza-crescita con un numero inferiore di disturbi. L'analisi empirica effettuata sul campione delle 20 regioni italiane evidenzia, in primo luogo, una sostanziale costanza dei coefficienti nel confronto tra il breve ed il lungo periodo. Questo aspetto è importante se si pensa che il periodo considerato è stato caratterizzato da una serie di situazioni economico-finanziarie molto problematiche (crisi dello SME nel 1992, adesione dell'Italia all'Euro, alla crisi finanziarie di Cirio e Parmalat importanti aziende quotate in borsa, un drastico processo di ristrutturazione del settore bancario caratterizzato da un aumento della concentrazione bancaria attraverso fusioni ed acquisizioni).

In secondo luogo, non emerge un ruolo determinante degli indicatori finanziari nello spiegare i divari di crescita fra le regioni italiane nel periodo considerato.

La considerazione generale che si può trarre da questo risultato, riguarda le differenze economiche territoriali, si può affermare che esse sono importanti nel determinare l'impatto del sistema finanziario sulla crescita. Questa affermazione è tanto più importante se si pensa che, il coefficiente associato alla rischiosità (le sofferenze) è tra i pochi, tra gli indicatori finanziari, ad avere significatività con segno atteso. Pertanto la differenza in termini di stabilità sistemica si rivela utile al fine di una corretta interpretazione del legame tra finanza e crescita, ed è importante oltre che nel confronto fra paesi anche per un corretto confronto fra aree geografiche di uno stesso sistema economico.

In conclusione, questo studio suggerisce che, per analizzare correttamente il legame tra finanza e crescita è necessario valutare con precisione gli elementi di disturbo che possono incidere sul legame stesso. Ciò non vuol dire soffermarsi esclusivamente sugli studi regionali, bensì costruire dei criteri di raffronto che garantiscano un livello sufficiente di omogeneità del campione e, di conseguenza, una lettura corretta dei risultati. Una strada possibile, a tale scopo, è quella di costruire criteri di raffronto basati sulla stabilità dei sistemi economici, stabilità che non deve essere vista come un criterio statico bensì dinamico, in quanto i sistemi economici attraversano fasi di sviluppo che possono essere anche reversibili, ed il rapporto fra sistema finanziario e crescita può risentirne in misura considerevole.

Appendice 3.1.

Tabella A.1.1.-Ripartizione Geografica-

Africa	***America Latina-Pacifico***	***Asia-Est Europeo***
Botswana	**Argentina**	**Bangladesh**
Costa D'Avorio	**Bolivia**	**Bulgaria**
Egitto	**Brasile**	**Cina**
Ghana	**Cile**	**Croazia**
Iran	**Colombia**	**Repubblica Ceca**
Giordania	**Costa Rica**	**Estonia**
Kenya	**Equador**	**Fiji**
Marocco	**El Salvador**	**Ungheria**
Namibia	**Guatemala**	**Korea**
Nigeria	**Giamaica**	**India**
Oman	**Messico**	**Indonesia**
Sud Africa	**Panama**	**Latvia**
Tunisia	**Paraguay**	**Lithuania**
	Perù	**Macedonia**
	Trinidad e Tobado	**Pakistan**
	Uruguay	**Filippine**
	Venezuela	**Polonia**
		Romania
		Russia
		Repubblica Slovacca
		Sri Lanka
		Tailandia
		Turkia
		Ucraina

Tabella A.1.2.-Ripartizione per reddito-

Basso-Medio Basso	***Medio Alto***	***Alto***
Bangladesh	**Argentina**	**Australia**
Bolivia	**Botswana**	**Austria**
Brasile	**Cile**	**Belgio**
Bulgaria	**Costa Rica**	**Canada**
Cina	**Croazia**	**Cipro**
Colombia	**Repubblica Ceca**	**Finlandia**
Costa D'Avorio	**Estonia**	**France**
Equador	**Ungheria**	**Germania**
Egitto	**Latvia**	**Grecia**
Fiji	**Lituania**	**Islanda**
Ghana	**Messico**	**Irlanda**
Guatemala	**Oman**	**Israele**
India	**Panama**	**Italia**
Iran	**Polonia**	**Giappone**
Giamaica	**Romania**	**Korea**
Giordania	**Russia**	**Kuwait**
Kenya	**Repubblica Slovacca**	**Malta**
Korea	**Sud Africa**	**Olanda**
Macedonia	**Trinidad e Tobado**	**Nuova Zelanda**
Marocco	**Turchia**	**Norvegia**
Namibia	**Ungheria**	**Portogallo**
Nigeria	**Venezuela**	**Arabia Saudita**
Paraguay		**Spagna**
Perù		**Svezia**
Sri Lanka		**Svizzera**
Tunisia		**Regno Unito**
Ucraina		**Stati Uniti**

Appendice 3.2.

Si consideri il seguente modello:

$$
\begin{aligned}
&y_{i,t} = \beta_i + \beta_1 x_{1,i,t} + \beta_2 x_{2,i,t} + u_{i,t} + shock_{i,t} \\
&u_{i,t} \sim N\left(0, s_i^2\right) \\
&\begin{pmatrix} x_{1,i,t} \\ x_{2,i,t} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} 0 & 0 \\ 0.9 & 0 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} x_{1,i,t} \\ x_{2,i,t} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} 0.5 & 0 \\ 0 & 0.75 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} x_{1,i,t-1} \\ x_{2,i,t-1} \end{pmatrix} + \mathbf{e}_{i,t} \\
&\mathbf{e}_{i,t} \sim N(0, \mathbf{I}_2) \\
&\beta_1 = 1; \beta_2 = -0.5 \\
&\beta_i \sim U(0,5) \\
&s_i^2 \sim U(0,3) \\
&shock_{i,t} = \begin{cases} 30 & \text{se } t = 10 \\ 0 & \text{se } t \neq 10 \end{cases} \\
&i = 1,...N \\
&t = 1,...T
\end{aligned}
$$

Si tratta di un modello lineare con due regressori e dati Panel. Si ipotizza che la costante e la varianza degli errori cambino da un soggetto all'altro (ma siano fissi nel tempo per ogni soggetto) infine, allo scopo di introdurre la collinearità, si ipotizza che il regessori siano generati da uno schema autoregerssivo che introduce dipendenza tra i due (in particolare abbiamo $x_{2,i,t} = 0.9 x_{1,i,t} + 0.75 x_{2,i,t-1} + e_{2,i,t}$).

Introduciamo poi la variabile shock che in un dato anno (t=10) assume un valore anomalo: si noti che essendo la varianza degli errori al massimo pari a 3, il valore che assume la variabile shock è 30.

Si provvede alla stima dei parametri β_1 e β_2 (i cui valori veri sono 1 e -0.5) in due modi: OLS sul Pool delle osservazioni e OLS sul Pool delle differenze calcolate con finestre mobili di 5 anni.

Dato che gli errori sono ortogonali rispetto ai regressori, la stima Pool sui livelli sarà consistente, non abbiamo cioè bisogno di una stima LSDV, FE o GMM.

Fissiamo T=20 e N=50 (che sono vicini all'ordine di grandezza dei dati trattati nell'analisi empirica) e facciamo uno studio Monte Carlo: utilizziamo il DGP descritto per replicare 2500 volte i dati, su ogni campione generato stimiamo con le due tecniche descritte e osserviamo i risultati:

	Pool sui livelli		**Pool sulle finestre mobili**	
	β_1	**β_2**	**β_1**	**β_2**
valore vero	**1.000**	**-0.500**	**1.000**	**-0.500**
media delle stime	1.000	-0.501	1.001	-0.500
s.e. delle stime	0.121	0.103	0.053	0.029
bias	0.000	0.001	-0.001	0.000

Il risultato è chiaro, malgrado lo shock a metà periodo, malgrado la dipendenza (non perfetta) tra i due regressori, la stima sulle finestre mobili è consistente.

Un altro aspetto interessante è che lo stimatore risulta più efficiente (s.e. più basso) di quello sul Pool dei livello e questo malgrado il fatto si perdano 4 osservazioni per ogni soggetto.

E' possibile che questo dipenda dal fatto che il DGP assegna una costante diversa per ogni soggetto. Prendendo le differenze si elimina la costante (che è fissa per ogni soggetto) e quindi si elimina una fonte di variabilità.

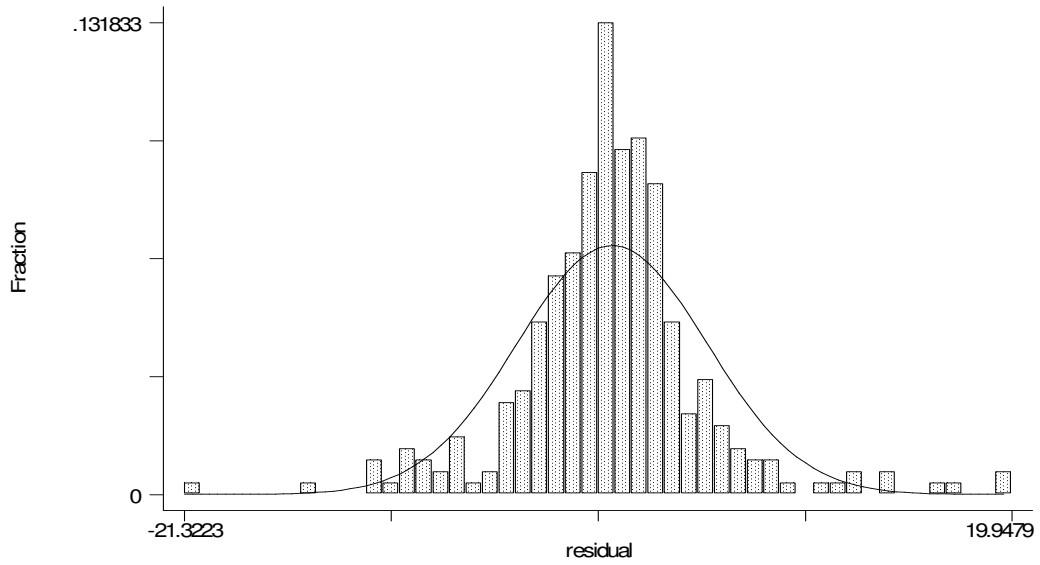
In media, nelle 2500 repliche, la correlazione tra i due regressori è 0.585 e la correlazione tra i regressori dopo aver calcolato la differenza nelle finestre mobili è 0.553: ovvero, non abbiamo introdotto correlazione tra le due variabili .

Appendice 3.3.

Analisi grafica dei residui

predict res, resid

graph7 res, bin(50) normal



Hausman Test

hausman fixed random

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg

B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B) = 28.08

Prob>chi2 = 0.0005

Analisi della correlazione tra le variabili

	K	L	Credbank	Capit	Reser	Spread	Gsav
K	-	-	-	-	-	-	-
L	-0,1158	-	-	-	-	-	-
Credbank	0,1221	-0,1552	-	-	-	-	-
Capit	0,2113	-0,2469	0,1053	-	-	-	-
Reser	-0,0030	-0,0870	-0,0855	-0.0086	-	-	-
Spread	-0,1508	0,1456	-0,0282	-0,0488	0,0649	-	-
Gsav	0,2697	-0.0192	0,0569	0,0676	0,0935	0,0911	-
rint	-0,0130	-0.0549	0,0309	-0.0227	-0,0123	0,0142	0,0303

Bibliografia:

Acemoglu D. e Zilibotti F. (1997), *Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification and Growth*, Journal of Political Economy, 105, 709-751.
Acemoglu D. e Zilibotti F. (1999), *Information accumulation in Development*, Journal of Economic Growth, 4, 5-23.
Acemoglu, D., Johnson, S. e Robinson, J.A.(2000), *The colonial origins of comparative development: an empirical investigation,* NBER Working Paper Series.
Acemoglu,D. e Robinson, J.A. (2002), *Economic Backwardness in Political Perspective,* Discussion Paper Series.
Aghion, P. e Howitt, P. (1992), *A model of Growth through Creative Destruction*, Econometrica 60, 423-351.
Aiello, F. e Scoppa,V. (2005), *Convergence and Regional Productivity Divide in Italy: Evidence from Panel Data,* Working Paper.
Alessandrini, P., Papi, L., Zazzaro, A ., (2003), *Banche, Territorio e Sviluppo,* Moneta e Credito.
Allen, F. (1993), *Stock market and Resources Allocation*, in C. Mayer e X. Vives (a cura di), Capital Markets and Financial Intermediation, Cambridge, Cambridge University Press.
Allen, F. e Gale, D. (2001), *Comparing Financial System*, Mit Press.
Allen, F. e Gale, R. (1994), *A Welfare Comparison of the German and US Financial Systems, LSE Financial Markets Group*, Discussion paper series, 191.
Arellano,M. e Bover, O. (1995), *Another Look at the instrumental- Variable Estimation of Error Component Models*, Journal of Econometrics, 68, 29-52.
Arestis, P. e Demetriades, P. (1997), *Financial Development and Economic Growth*, *Assessing the Evidence*, Economic Journal, 107, 783-799.
Arestis, P. e Demetriades, P. e Luintel, K. (2001), *Financial Development and Economic Growth*: *The Role of Stock Market*, Journal of Money, Credit and Banking, 33, 17-41.
Bayraktar,N and Wang,Y. (2006), *Banking Sector Openness and Economic Growth,* World Bank Policy Research Working Paper 4019.
Beck, T. e Levine, R. (2002), *Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market or Bank- Based System Matter?*, Nber Working paper, 8982.
Beck, T. e Levine, R. (2003), *Legal Institutions and Financial Development,* NBER Working Paper Series .
Beck, T. e Levine, R. (2004), *Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence*, Journal of Banking and Finance, 28, 423-442.
Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. e Levine, R. (2001), *Law, Politics, and Finance*, World Bank, Working paper, N° 2146.
Beck, T., Levine, R. e Loayza, N. (2000), *Finance and the Sources of Growth*, Journal of Financial Economics, 58, 261-300.

Bencivenga, V. e Smith, B. (1991), *Financial Intermediation and Endogenous Growth*, Review of Economic Studies, 58, 195-208.
Bencivenga, V., Smith, B. e Starr R. (1996), *Equity markets, Transations Costs and Capital accumulation: An Illustration*, World Bank Economic Review, 10, 241-65.
Bencivenga, V.R. , Smith, D.B. (1991), *Financial intermediation and endogenous growth*, Review of Economic Studies,58,195-209.
Benhabib,J., Spiegel, M. M. (2000), *The role of financial development in growth and investment*, Journal of Economic Growth 5, 341–360.
Berger, S., Dore, R., (eds.), (1996), *National diversity and global capitalism,* Ithaca, Cornell University Press.
Berger,A. N., Hasan, I., Klapper, L. (2004), *Further evidence on the link between finance and growth, an international analysis of community banking and economic performance,* Journal of Financial Services Research 25, 169–202.
Bertocco, G., (2006), *Finance and Development: is Schumpeter's Analysis still relevant?,* Journal of Banking and Finance, 32, 2008.
Bisignano, J., (1992), *Banking in the European Economic Community: structure, competition, and public policy,* in Kaufman G.G., (ed.), Banking structures in major countries, Boston, Kluwer Academic Publishers.
Black, S. e Moersch, M. (1998), *Financial structure, Investment and Economic Growth in OECD Countries in Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models,* a cura di Black e Moersch, New York, North Holland, 157-174.
Bontempi, M.E. e Golinelli,R. (2005), Panel *Data Econometrics: Theory and Applications in STATA*, versione preliminare a scopo didattico.
Boot, A. e Thakor, A. (1997), *Financial System Architecture,* Review of Financial Studies, 10, 693-733.
Bottazzi,L. and Da Rin,M. and Hellmann,T.(2005), *What Role of Legal Systems in Financial Intermediation? Theory and Evidence.*
Boyd, J. e Smith, B. (1996), *The Co-Evolution of the Real and Financial Sectors in the Growth process*, World Bank Economic Review, 10, 371-396.
Byrne, J.P., Davis, E.P. (eds.), (2003), *Financial structure. An investigation of sectoral balance sheets in the G-*7, Cambridge, Cambridge University Press.
Calderon, C. e Liu, L. (2003), *The Direction of Causalità between Financial Development and Economic Growth,* Journal of Development Economics, 72, 321-334.
Cameron Rondo (1967), *Banking in the Early Stages of Industrializzation New York*, Oxford University Press.
Carlin, W. e Mayer, C. (1999), *Finance, Investment and Growth*, Cepr Discussion Paper, n. 2233.
Caselli, F., Esquivel, G. e Lefort, F. (1996), *Reopening the Convergence Debite: A New Look at Cross-Country Growth Empirics*, Journal of Economic Growth, vol. 1 pp.363-390.

Casellina, S. (2005), *La regola di Taylor: estensioni del modello base e verifiche empiriche,* Tesi di Dottorato, Dipartimento di Statistica e Matematica Applicata, Università di Torino.

Castelnuovo, R. A. (2005), *Aspetti generali dell'analisi comparata tra sistemi finanziari Alcune proposte metodologiche,* Quaderni di Ricerche numero 60, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi.

Cetorelli, N. e Gambera, P. (1999), *Banking Market Structure, Financial Dependance and Growth: international Evidence From Industry Data*, Fededral Riserve Bank of Chicago.

Chakraborty,S.(2002), *Aspects of Financial Reforms In the Presence of Product Market Imperfection,* Centre for Development Economics.

Colombo, E. e Lossani, M. (2000), *Le crisi finanziarie internazionali: le verifiche empiriche,* working paper, Dipartimento di Economia, Università Statale Milano-Bicocca.

Coccorese, P. (2008), *An investigation on the causal relationships between banking concentration and economic growth,* International Review of Financial Analysis 17 (2008) 557–570.

Davies, E. P. (2001), *Multiple Avenues of Intermediation, Corporate Finance and Financial Stability*, Imf Working paper 01/115.

Day, P. and Jayasankaran, S. (2003), *Islamic Finance Becomes Growth Market for Banks*, THE WALL STREET JOURNAL.

Dellas, H. e Hess, M. (2002), *Financial Development and Stock Returns: a Cross-Country Analisys,* CEPR Discussion Paper Serie,N°3681 .

Demirgüç-Kunt, A. , Laeven, L., Levine, R. (2004), *Regulations, market structure, institutions and the cost of financial intermediation*, Journal of Money, Credit and Banking (forthcoming).

Demirgüç-Kunt, A. e Levine, R. (1996a), *Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stilized facts*, World Bank Economic Review, 10, 291-321.

Demirgüç-Kunt, A. e Levine, R. (1996b), *Stock Market, Corporate Finance and Economic Growth: An Overview*, World Bank Economic Review, 10, 223-239.

Devereux, M. e Smith, B. (1994), *International Risk Sharing and Economic Growth*, International Economic Review, 35, 535-550.

Diamomd, D. (1984), *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, Review of Economic Studies, 51, 393-414.

Diamond, D. W. e Rajan, R.G. (1999), *"Liquidity Risk, Liquidity Creation and Financial Fragility: A Theory of Banking",* NBER WORKING PAPER SERIES nr 7430.

Dow,S.C., Rodriguez Fuentes, C. J. (1997), *Regional finance: a survey*, Regional Studies 31, 903–920.

Easterly, W. and Levine, R. (2003), *Africa's Growth Tragedy: Policies and Ethnic Divisions,* From The Asian Wall Street Journal.

Favara, G. (2004), *An Empirical Reassessment of the Relationship between Finance and Growth,*, IMF Working Paper, WP/ 03/ 123.
Ferri, G., Morelli, P. e Pittaluga, G. (1997), *Banche e Mercati: sostituibilità e complementarietà nella ripartizione dei rischi*, Quaderni di Finanza, Consob.
Fischer, F. (1990), *Hausbankziehungen als Instrument der bindung zwischen Banken und Unternehmen: Eine theoritusche und empiriche Analyse*, doctoral dissertetion, University of Bonn.
Fisman, R. e Love, I. (2003), *Financial Dependence and Growth Revisited,* NBER Working Paper Series, 9582.
Fisman, R. e Love, I. (2004), *Financial Dependence and Growth in the short and long run,* NBER Working Paper Series, 10236.
Fuller, D., Jonas, A.E. G. (2002), *Institutionalising future geographies of financial inclusion: national legitimacy versus local autonomy in the British credit union movement*, Antipode 34, 85–110.
Galbraith, J. K. (1990), *Storia della economia,* Milano, RCS Rizzoli Libri.
Gerschenkron, F. (1962), *Economic Backwardness in Historical Perspectives*, Cambridge, Mass., Harvard University Press.
Giannetti, M. (2000), *Do Better Institutions Mitigate Agency Problems?*, Banca d' Italia, Temi di discussione, n. 160.
Goldsmith, R. (1969), *Financial Structure and Development*, Yale University Press.
Greene, W. (2000), *Econometric analysis,* Milano, McGraw-Hill.
Greenwood J. e Jovanovic, B. (1990), *Financial Development, Growth and the Distribution of Income*, Journal of Political Economy, 98, 1076-1107.
Grossman, G.M. e Helpman, E. (1991), *Innovation and Growth in a Global Economy,* Mit Press.
Gujarati, D. (2004), *Basic Econometrics, Fourth Edition*, The McGraw–Hill Companies.
Gurley, J. e Shaw, R. (1960), *Money in a theory of finance*, Washington, The Brookings Institution.
Hahn, F. R. (2004), *Finance-Growth Nexus and the P-Bias*, Wifo Working Paper, n. 223.
Hall, P.A., Soskice, D., (2001), *Varieties of capitalism. The institutional foundations of comparative advantage,* Oxford, Oxford University Press.
Hansen, Alvin Harvey (1967), *Monetary theory and fiscal policy*. Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde, Milano.
Hansson, P. e Jounung, L. (1997), *Finance and Economic Growth: The case of Sweeden 1834-1991*, Research in Economics, University of Pennsylvania, (CICUP).
Hicks, John (1971), *Saggi critici di teoria monetaria.* Milano, ETAS KOMPASS, Milano.
Hook Law, S. e Demetriades,P. (2005), *Openness, institutions and financial development,* Departiment of Economics, University of Leicester,Working Paper No. 05/08.

http://www.worldbank.org/, Data & Research - econ.worldbank.org/, 2006 The World Bank Group.
Islam, N. (1995), *Growth empirics: A Panel Data Approach,* The Quarterly Journal of Economics, Vol.110, Nr 4 pp.1127-1170.
Jayaratne, J. e Strahan, P. (1996), *The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation*, Quartely Journal of Economics, 111, 3, pp. 639-670.
Jossa, Bruno (2000), *Macroeconomia.* Padova, CEDAM.
Jossa, Bruno(1960), *Interesse moneta e credito*. Napoli, E. Jovene.
Judson, R.A. e Owen, A.L. (1996), *Estimating Dynamic Panel Data Models: A Practical Guide for Macroeconomists,* Federal Reserve Board of Governors.
King, P. e Levine, R. (1993a), *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*, Quartely Journal of Economics, 108, 3, pp. 717-737.
King, P. e Levine, R. (1993b), *Finance, Entrepreneurship, and Growth*, Journal of Monetary Economics, 3, pp. 513-540.
Klagge, B., Martin, R. (2005), *Decentralized versus centralized financial systems: is there a case for local capital markets?*, Journal of Economic Geography 5, 387–421.
La Porta, R., Lopez de Silanes , F., Shleifer, A. e Vishny, R.W. (1996), *Law and Finance*, NBER Working Paper, N° 5661.
La Porta, R., Lopez de Silanes, F. e Shleifer, A., (1999), *Corporate Ownership Around The World*, Journal of Finance, 54, 2, pp. 471-517.
La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. Sleifer, A. e Vishny, R. W. (1998a), *Law and Finance*, Journal of Political Economy, 106, 1113-1150.
La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. Sleifer, A. e Vishny, R. W. (1997), *Legal determinants of External Finance*, Journal of Finance, 52, 1131-1150.
La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. Sleifer, A. e Vishny, R. W. (1998b), *Agency Problems and Dividend Policies around the World*, NBER Working Papers, N° 6594.
La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. Sleifer, A. e Vishny, R. W. (1999), *Investor Protection and Corporate Valuation*, NBER Working Papers, N° 7403.
Landi, A., Lusignani, G., Onado, M., (1999), *Redditività e ristrutturazione dei sistemi bancari. Un'analisi di lungo periodo,* L'Industria, 20, 4.
Laulajainen, R. (1999), Subnational *credit ratings – penetrating the cultural haze,* GeoJournal 47, 501–507.
Leeper, E. M. (2003), *Fiscal Policy and inflation: Pondering the Imponderables,* Journal of Investment. Management, 1(Second Quarter), 44–59.
Lehay, M. Scich, S., Wehinger, G., Pelgrin F. e Thorgeirsson, T. (2001), *Contributions of Financial System to Growth in OECD Countries*, Oecd Economics Department Working paper, 280.
Leva, L. e Piazza, M. (2004), *Sviluppo del sistema finanziario e crescita economica: quanto contano le differenze regionali in Italia?, in Finanza e xrescita. Quali vincoli, quali rischi?, a cura di Bagella*, M., il Mulino.
Levine, R. (1997), *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, Journal of Economic Literature, XXXV, 688-726.

Levine, R. (2002), *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Bitter?,* NBER Working Paper No. 9138
Levine, R. (2004), *Finance and Growth: Theory, Evidence and Mechanisms*, NBER Working paper, N° 10766.
Levine, R. e Zervos, S. (1998), *Stock Markets, Bank and economic Growth*, American Economic Review, 88, 537-559.
Levine, R., Loayza, N. e Beck, T. (2000), *Financial Intermediation and Growth: Causality and Cuses*, Journal of Monetary Economics, 46, 31-77.
Leyshon, A., Pollard, J. (2000), *Geographies of industrial convergence: the case of retail banking,* Transactions of the Institute of British Geographers 25, 203–220.
Loayza, N. e Ranciere, R. (2002), *Financial Fragility, Financial Development and Growth*, World Bank, mimeo.
Lopes, A. (2003), *Struttura finanziaria, sviluppo economico e dualismo nell' economia italiana*, in A. Giannola e C. Imbriani (a cura di), *Neo dualismo: istituzioni, mercati e politiche di intervento,* Rubbettino, Soveria Mannelli.
Lucas, R. E. (1998), *On the Mechanics of Economic Development*, Journal of Monetary Economics, 22, june, 3-42.
Lucchetti, R., Papi, L. e Zazzaro, A. (2001), *Banks' Inefficiency and Economic Growth: A Micro-Macro Approach*, Scottish Journal of Political Economy, 48,4, pp. 400-424.
Mackay,R., Molyneux, P. (1996), *Bank credit and the regions: a comparison within Europe,* Regional Studies 30, 757–763.
Maher, H. e Andersonn, P. (2001), *Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth*, Oecd Working paper.
Mankiw, N.G., Romer, D. e Weil, D. (1992), *A Contribution to the Empirics of Economics Growth,* Quartely Journal of Economics, CXIII, pp.407-437.
Manzocchi, S. e Padoan, P. C. (2004), *Il nesso finanza-crescita nella recente letteratura economica*, in *Finanza e crescita. Quali vincoli, quali rischi?*, a cura di Michele Bagella, Il Mulino.
Martin, R. (1999), *The new economic geography of money,* in Martin R. (Ed.) Money and the Space Economy, pp. 3–28. Wiley, Chichester.
Martinelli, A. (2001), *La modernizzazione*, Editori Laterza, Roma-Bari,.
Mayer, C. (1988), *New Issues in Corporate Finance*, European Economic Review, 1167-1189.
Mayer, C. (1996), *Corporate Governance, Competition and Performance*, OECD Economic Studies, 27, 7-34.
Mc Kinnon, R. (1973), *Money and capital in Economic Development*, Brooking Institution, Washington D.C.
Mckillop,D. G., Barton, L. P. (1995), *An analysis of the financing requirements of small and medium sized firms in Northern Ireland,* Regional Studies 29, 241–249.
Mengarelli, G. (1976), *Teoria monetaria e struttura finanziaria in Italia,* Marsilio, Venezia.

Mengarelli, G. (1979), *Politica e teoria monetaria nello sviluppo economico, 1960-1974,* Bringhieri, Torino.
Moore,R. R. (1998), *Concentration, technology, and market power in banking: is distance dead?,* Financial Industry Studies, Federal Reserve Bank of Dallas December, 1–24.
Morrison, A. (2001), *Financial Development and Growth: Evidence from Latin America,* Working Paper Dipartimento di Economia Politica Università di Siena.
Obsfeld, M. (1994), *Risk taking, Global Diversification and Growth*, American Economic Review, 84, 1310-1329.
Onado, M. (1992), *Economia dei sistemi finanziari*, il Mulino, Bologna.
Paci,R. e Pigliaru, F. (2006), *Diffusione tecnologica, spillover spaziali e crescita. Un'applicazione al caso delle regioni europee,* in corso di pubblicazione in P.C. Padoan (a cura di) L'Euro e i mercati reali. Bologna: Il Mulino.
Pagano,M. (1993), *Financial markets and growth: an overview*, European Economic Review 37, 613–622.
Patinkin, D. (1977), *Moneta, interesse e prezzi*. Padova, CEDAM,.
Pelgrin, F. e Schich, S.(2002), *Panel cointegration analysis of the finance-investment link in OECD countries,* OFCE Working Paper No. 2002(2).
Perrotti, E. e Von Thadden, E. (2003), *The Political Economy of Bank and Market Dominance*, Mimeo.
Pesaran, M. H., Sin, Y. e Smith, P. (1999), *Pooled Mean Group Estimation of Dynamic Heterogeneous Panel*, Journal of the American Statistical Association, 94, 621-634.
Petersen, M. A., Rajan, R. G. (1995), *The effect of credit market competition on lending relationships*, Quarterly Journal of Economics 110, 407–443.
Rajan, R. G. e Zingales, L. (1998), *Financial Dependence and Growth*, American Economic Review, 88, 559-586.
Rioja, F. e Valev, N. (2003), *Does One Size Fit All?: A Reexamination of the Finance and Growth relationship*, Journal of Development Economics, 74, 429-447.
Robinson, J. (1952), *The Generalization of the General Theory The Rate of Interest and Other Essays.*
Rodriguez Fuentes,C. J. (2006), *Regional Monetary Policy.* Routledge, Abingdon.
Romer, P. (1986), *Increasing Returns and Long Run Growth*, Journal of Political Economy, 94, oct. 1002-1037.
Romer, P. (1990), *Endogenous Tecnological Change*, Journal of Political Economy, 98, oct. S71-S10.
Rousseau, P.L. (2002), *Historical Perspectives on Financial Development and Economic Growth,* NBER Working Paper, N° 9333.
Rousseau, P.L. e Sylla, R. (2001), *Financial systems, economic growth and globalization,* NBER Working Paper, N° 8323.

Rousseau, P.L. e Wachtel, P. (2001), *Inflation thresholds and the finance-growth nexus,* decima conferenza finanziaria di Torvergata, Roma.

Rybczynsky, A. (1988), *Financial Systems and Industrial Re-Structuring*, National Westminsters Bank Quarterly Review.

Saidane, D.(2002), *The role of Financial Liberalization in Development:Weaknesses and Corrections,* Savings and Development, n°3, XXVI, 2002, pp.259-276.

Sala I Martìn, X. (2002), *15 Years of New Growth Economics: What Have We Learnt?* Discussion Paper No. 0102-47. Columbia University, New York, NY.

Sapienza, P. (2002), *What do State-Owned Firms Maximize? Evidence from the Italian Banks,* CEPR Discussion Paper No. 3168 .

Sargent, Thomas J. (1987), *Macroeconomic theory*. Boston, ACADEMIC PRESS.

Schumpeter, J. A. (1911), *A Theory of Economic Development*, Cambridge, Mass., Harvard University Press.

Shan, J. Z., Morris, A. G. e Sun, F. (2001), *Financial Development and Economic Growth: An Egg and Chicken Problem?*, Review of International Economics, 9, 3, pp. 443-454.

Sharpe, M. (1990), *Asimmatric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationship*, Journal of Finance, 45, 716-727.

Sijben, Jac J. (1980), *Rational expectations and monetary policy*. The Netherlands Germantown, Maryland USA, SIJTHOFF & NOORDHOFF.

Singh, A. (2002a), *Capital account liberalization, free long-term capital flows, financial crises and economic development,* Queens' College, University of Cambridge.

Singh, A. (2002b), *Competition and Competition Policy in Emerging Markets: International and Developmental Dimensions,* G-24 Discussion Paper Series.

Singh, A. (2002c), *Foreign direct investment and international agreements: a south perspective,* SOUTH CENTRE.

Singh, A.,(2003), *Elements for a New Paradigm On Special and Differential Treatment: Special and Differential Treatment, The Multilateral Trading System and Economic Development in the 21st Century,* Queens' College, Cambridge University.

Steinherr, A., Huveneers, C., (1994), *On the performance of differently regulated financial institutions: some empirical evidence*, Journal of Banking and Finance, 18.

Stiglitz, J. e Weiss A. (1981), *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, American Economic Review, 71, 393-410.

Testa,G.(2005), *Economic Growth and Finance. A cointegration analysis in US and Japan,* Dipartimento di Scienze Economiche, Matematiche e Statistiche, Università degli Studi di Foggia, Quaderno n. 22/2005.

Thiel, M. (2001), *Finance and Economic Growth. A Review of the Theory and the Available Evidence.* Economic Papers No. 158. European Commission, Brussels.
Trigilia, Carlo (1994), *Sviluppo senza autonomia*. Bologna, Il Mulino.
Tsuru, K. (2000), *Finance and growth, Some theoretical considerations, and a review of the empirical literature,* Working Papers section of the OECD Economics Department.
Vaciago, Giacomo (1987), *Teoria e politica monetaria*. Bologna, Il mulino.
Valverde, S.C., Lòpez Del Paso, R., Rodrìguez Fernàndez, F., (2007) *Financial Innovations in Banking: Impact on Regional Growth,* Regional Studies, Vol.41.3.
Vaona, A.(2006), *Paper presented at the International Workshop on Spatial Econometrics and Statistics,* Regional Evidence on the Finance - Growth Nexus.
Von Thadden, E. (1990), *Bank Finance and Long-term Investment*, University of Basel, Wwz Discussion paper, N° 9010.
Williams,J., Gardener,E. P. M. (2003), *The efficiency of European regional banking*, Regional Studies 37, 321–330.
Wooldridge, J.M. (2002), *Introductory Econometrics. A Modern Approach 2ed.*
Xu, Z. (2000), *Financial Development, Investment and Economic Growth*, Economic Inquiry, 38, 331-344.
Zazzaro, A. (1997), *Regional banking systems, credit allocation and regional economic development,* Economie Appliquee 1, 51–74.