

6. Protezionismo valutario e integrazione internazionale

di Franco Bruni e Mario Monti

1. Introduzione

In questo saggio ci proponiamo di tratteggiare le linee di una ricerca avviata presso il Centro di Economia monetaria e finanziaria dell'Università Bocconi, sul tema dell'integrazione finanziaria internazionale. L'argomento è studiato, soprattutto, dal punto di vista dell'Italia, oggi; avendo presenti, in particolare: il grado relativamente elevato del protezionismo valutario che vi è stato in questi anni, il processo di liberalizzazione in corso e la parallela evoluzione della regolamentazione interna del sistema creditizio e finanziario nazionale.

Cominceremo con il collocare il protezionismo valutario nel quadro della letteratura sull'integrazione internazionale (paragrafo 2) richiamandone brevemente le relazioni con il protezionismo commerciale e con la stabilità dei tassi di cambio.

Cercheremo poi (paragrafo 3) di offrire alcuni spunti originali per l'analisi dell'interdipendenza fra la liberalizzazione valutaria e quella del sistema finanziario interno, avendo particolare riguardo a come il problema si pone in un'economia con elevato debito pubblico.

Come noteremo concludendo (paragrafo 4), il nostro tentativo è quello di fare emergere il complesso schema teorico al quale può riferirsi la discussione della politica finanziaria strutturale che accompagna il processo di integrazione internazionale della nostra economia.

2. Libertà valutaria, libertà commerciale, stabilità dei cambi

Nella letteratura sull'integrazione internazionale sono studiati da tempo l'interdipendenza e i conflitti esistenti fra: libertà degli scambi, stabilità dei cambi, libertà dei movimenti di capitali, autonomia delle politiche economiche nazionali. Come ricorda Padoa-Schioppa [1982, 619], si tratta di un «inconciliabile quartetto». In altri termini: perfetta libertà di movimento dei fattori e dei beni e completa stabilità dei cambi costituirebbero un insieme ottimale solo se il sistema economico internazionale fosse totalmente integrato, al punto da potersi considerare un'unica economia. Non vi sarebbe allora spazio alcuno per l'autonomia delle politiche economiche e, in particolare, fra i vari paesi dovrebbe esservi una forte solidarietà fiscale.

Volendo preservare un dato grado di autonomia delle politiche nazionali, il punto di ottimo, sia per il singolo paese che per il sistema economico internazionale nel suo insieme, può trovarsi, in linea di principio, con diverse combinazioni di: protezione commerciale, interferenza con la libertà di movimento dei capitali e flessibilità del regime dei cambi.

Nel complesso si può dire che lo studio di questi tre tipi di ostacoli all'integrazione internazionale, della loro complementarità e/o sostituibilità rispetto a vari possibili obiettivi, porta a concludere che i sistemi economici, e le autorità che li regolano, non possono né devono muoversi indipendentemente sui tre fronti. Qualunque sia il grado complessivo di protezione e isolamento che viene calato fra i vari paesi, esso non può e non deve ottenersi con dosaggi squilibrati dei tre ostacoli. È la stessa forza delle cose, il meccanismo dei mercati, economici e politici, che mantiene fra di essi una certa proporzione, ma l'analisi teorico-normativa può aiutare a trovare il *mix* ottimale.

Facciamo cenno, brevemente, ad alcuni dei nessi che collegano, a due a due, i tre termini del problema.

Cominciamo dalla coppia che esclude, almeno direttamente, il protezionismo valutario. *Libertà commerciale e stabilità dei cambi* sono connotati tendenzialmente complementari, soprattutto in questo senso: troppa rigidità nei rapporti di cambio, così come una loro eccessiva flessibilità, spingono verso il protezionismo commerciale e la distorsione nell'allocatione delle risorse¹. D'altra parte, nella teoria, sono ben note le proposizioni di equivalenza fra la variazione del cambio e la combinazione di tariffe e sussidi sulle importazioni e sulle esportazioni².

Si noti che la protezione valutaria entra in questo discorso indirettamente: quando i movimenti di capitali sono supposti all'origine di variazioni del cambio giudicate eccessive, che sollecitano misure di protezionismo commerciale; oppure quando si può imputare proprio

¹ Si tratta di una relazione che passa in gran parte per il «mercato politico». Si noti inoltre che essa potrebbe contribuire a spiegare la contraddittorietà dell'evidenza disponibile intorno all'effetto della volatilità dei cambi sul volume del commercio internazionale: per un'idea di come sia complesso interpretare tale evidenza cfr., per esempio, IMF [1984].

² Per un'esposizione da libro di testo, cfr. per esempio, Dornbusch [1980, 62-69]. Per quanto riguarda la ricerca più recente in argomento è interessante, per esempio, Adams-Greenwood [1985] dove si stabilisce un'equivalenza, significativa per la tassonomia esposta in queste note, fra: doppio mercato dei cambi, controllo diretto dei movimenti di capitali e tariffe commerciali, concludendo che, dal punto di vista dell'economia del benessere: «dual exchange rate systems and capital controls ... should be regarded as... (forms) of commercial policy and be evaluated in this context by applying the ... standard real trade theorems», p. 43.

alle restrizioni valutarie il protrarsi artificiale di uno squilibrio nelle ragioni di scambio e perciò nelle partite commerciali.

Circa il nesso diretto fra *protezionismo valutario* e *protezionismo commerciale* ci limiteremo qui a ricordare due filoni di letteratura, dei quali desideriamo sottolineare l'interesse.

Il primo, ancora attuale anche se ha origini non recenti, è quello che risale «al teorema del pareggiamento del prezzo dei fattori». Questo insieme di lavori tende a concludere che la liberalizzazione delle merci è lungi dall'essere perfetta sostituta della liberalizzazione dei fattori e, in specie, dei capitali. In altri termini, il teorema suddetto, che permette al libero commercio dei soli beni di riprodurre le condizioni che si otterrebbero quando anche i fattori fossero mobili³, può essere dimostrato solo in condizioni estremamente restrittive e lontane dalla realtà⁴. In particolare, se si esce da un'ottica statica uniperiodale, l'assenza di libertà di movimento dei capitali ostacola, evidentemente, l'ottimizzazione nell'allocazione intertemporale delle risorse di un paese che, al limite, è costretto a mantenere sempre le partite correnti in equilibrio⁵.

Non solo la libertà commerciale e quella finanziaria con l'estero non sono perfette sostitute: vi sono ragioni per ritenere che esse sia-

³ «Under free commodity trade it is possible for world factor combinations to be exactly the same as under perfect factor mobility» [Samuelson 1948, 176]. Il teorema è stato provato per la prima volta da Samuelson [1949], dopo che uno studente gli aveva contestato una lezione basata su quanto già Ohlin ammetteva, una tendenza solo parziale al pareggiamento, e dopo che con lui l'autore aveva tentato inutilmente di avvalersi «of the usual teacher's prerogative of referring him to the textbook» [Samuelson 1948, 164].

⁴ «A 2-country — 2 good — 2 factor world, perfect competition; full employment; no transport costs; identical production functions for the same good in both countries; constant returns to scale with diminishing returns; no joint production; and incomplete specialization» [Takayama 1972, 88]. In pratica si tratta di tutte le ipotesi a base del modello di Heckscher-Ohlin; alle quali va aggiunta l'esclusione dei casi d'angolo, cioè la completa specializzazione dei paesi nella produzione di uno o più beni; e anche per questo è difficile provare il teorema quando si ammettano numeri diversi e maggiori di due di paesi, fattori e beni. Inoltre, per un singolo paese «piccolo», *price taker* sul mercato internazionale dei beni, il teorema non ha senso e si può dimostrare che c'è un sicuro guadagno di benessere introducendo la libera circolazione dei fattori [Grossman 1984].

⁵ D'altra parte va detto che quando l'effetto sul benessere della libertà dei movimenti di capitali viene studiato con un'analisi esplicitamente intertemporale, si chiarisce come esso dipenda anche dalla valutazione che si dà alle conseguenze della liberalizzazione sulla *distribuzione del reddito* nell'economia. Da questo punto di vista, più che la tradizionale distinzione fra capitalisti e lavoratori (à la Stolper e Samuelson [1941]) questa modellistica guarda alla redistribuzione fra «giovani» e «vecchi» o, più in generale, fra coloro che si trovano in una fase diversa del processo di riallocazione intertemporale delle risorse, la cui possibilità e convenienza viene modificata dall'apertura ai movimenti di capitale con l'estero. Cfr., per esempio, Kareken e Wallace [1977] e Buiter [1981].

no, anzi, decisamente complementari⁶: cosicché il *mix* ottimale, dal punto di vista dell'economia del benessere, tende a contenere una dose non nulla di entrambe. D'altra parte, come si può dimostrare, ma è anche intuitivo, la cautela nel liberalizzare i capitali dev'essere tanto maggiore quanto minore è la libertà delle merci⁷.

Quest'ultima è anche la conclusione del secondo gruppo di lavori che vorremmo qui menzionare: quello; molto recente, che tratta il problema dell'*order of liberalization*: l'ordine con il quale è opportuno procedere alla liberalizzazione dei movimenti, rispettivamente, dei beni e dei capitali. Questi contributi sono nati da riflessioni ed esercizi econometrici condotti sulla violenta esperienza di liberalizzazione fatta in alcuni paesi sudamericani nella seconda metà degli anni settanta. L'idea di fondo è quella di mostrare come la liberalizzazione dei capitali possa generare instabilità e trasformarsi in un fallimento macroeconomico quando è improvvisa e, soprattutto, sopravanza nel tempo la possibilità del paese di far fronte alla libertà commerciale⁸.

Resta da considerare il nesso fra *libertà valutaria e stabilità dei cambi*. Anche in questo caso si può pensare si tratti di una relazione di complementarità: non è possibile né opportuno perseguire i due obiettivi indipendentemente, fino a squilibrarne troppo le dosi. A sostegno di ciò accenniamo a due diverse argomentazioni.

Innanzitutto, per un dato grado di libertà dei movimenti di capitali, troppo poca stabilità dei cambi rende tale libertà inutile e pericolosa. Inutile, perché il rischio di cambio tende a congelare le transazioni finanziarie anche se sono permesse. Pericolosa, perché può alimentare bolle speculative contribuendo ad esasperare la stessa instabilità dei cambi. D'altra parte è ben noto come insistere troppo, e

⁶ Nella bibliografia connessa con la questione è interessante, nel quadro della tassonomia proposta in queste note, sottolineare il titolo del lavoro di Aizenman [1985]: *On the complementarity of commercial policy, capital controls and inflation tax*.

⁷ Si pensi, ad esempio, al fatto intuitivo che se l'introduzione di una tariffa o di un sussidio commerciale crea distorsioni nell'allocazione delle risorse, ciò farà tanto più danno quanto più elastica è l'offerta dei fattori e perciò il loro trasferimento verso le produzioni «sbagliate». La libertà del movimento dei capitali con l'estero aumenta questa elasticità dell'offerta: va dunque *accresciuta* nella misura in cui è possibile *ridurre* la distorsione del protezionismo commerciale. Ciò è dimostrato sotto condizioni molto generali in un recente lavoro di Neary e Ruane [1985].

⁸ Il consiglio è dunque quello di formulare una «strategia prudente» e, tenendo conto che «la velocità di aggiustamento è maggiore sul mercato dei capitali che su quello delle merci, ...procedere prima alla liberalizzazione delle partite correnti [Edwards 1984, 84-85]. D'altro canto «a central aspect of any reform is (its) *credibility*; ...more... than determining the correct order of liberalization, it is important to define consistent and credible policy packages that will support any particular order that is chosen», *ibidem*, pp. 85-86. Oltre al lavoro di Edwards, in questo filone, cfr. Khan-Zahler [1985] e la bibliografia ivi citata.

prematuramente, sull'obiettivo della stabilizzazione dei rapporti di cambio, fa diventare insostenibile la libertà valutaria e induce a rafforzare i controlli per difendere i cambi.

Un secondo ragionamento può farsi pensando al modello di Mundell, con il quale si studia l'efficacia delle politiche monetarie e fiscali in cambi fissi e flessibili e con riferimento a diversi obiettivi macroeconomici: reddito-occupazione, equilibrio delle partite correnti, equilibrio del saldo globale dei pagamenti. È noto che tale efficacia dipende positivamente o negativamente, a seconda dei casi, dal grado di mobilità internazionale dei capitali⁹.

In base a tale modello, è dunque possibile sostenere che, se si vuole garantire un'efficacia non nulla a entrambe le politiche di stabilizzazione, monetaria e fiscale, e se vi è probabilità di voler fronteggiare perturbazioni sul fronte di tutti e tre gli obiettivi finali, un regime ottimale, in condizioni di incertezza (volendo preservare una certa dose di autonomia alla politica nazionale), sarà caratterizzato da un grado intermedio di stabilità dei cambi e di mobilità dei capitali.

A proposito della relazione fra protezionismo valutario e stabilità dei cambi, vorremmo aggiungere due osservazioni, di carattere meno generale, che ci sembrano di qualche rilievo per l'attuale situazione italiana.

La prima riguarda il *Sistema monetario europeo* e, in particolare, la partecipazione a tale sistema di un paese che mantiene un tasso di inflazione strutturalmente più alto degli altri. Come mostrano alcuni recenti studi sull'argomento [Giavazzi e Pagano 1985] il gioco della speculazione può rendere problematica tale partecipazione, a meno che il paese faccia ricorso a controlli valutari e/o accetti una volatilità molto elevata dei tassi di interesse a breve.

Vorremmo però sottolineare che il differenziale di inflazione che sta alla base del problema, può non essere indipendente dalla dose di controlli valutari che viene usata per risolverlo. Tali controlli potrebbero infatti avere, sui comportamenti inflazionistici interni dell'economia che proteggono, un «effetto disciplina» negativo superiore in va-

⁹ Dalla tabella 1 in Mundell [1964, 87], in condizioni di perfetta mobilità dei capitali:

Effetti su:	Cambi fissi		Cambi flessibili	
	monetaria	Politica fiscale	monetaria	fiscale
occupazione	nullo	efficace	efficace	nullo
bilancia commerciale	nullo	efficace	efficace	efficace
bilancia dei pagamenti	efficace	nullo	nullo	nullo

lore assoluto a quello, positivo, esercitato dalla maggiore solidarietà con lo SME che essi vogliono promuovere. Questo gioco dell'effetto disciplina dovrebbe essere tenuto presente, ad esempio, se venisse a manifestarsi l'intenzione di «comprare» una riduzione della banda di oscillazione della lira nello SME con una interruzione della tendenza in corso verso la liberalizzazione valutaria.

La seconda osservazione riguarda il fatto che, come è stato già osservato più volte, anche dall'autorità [Ciampi 1984, 96], in un paese che per molti anni ha impedito le uscite di capitali, si è accumulato uno *squilibrio nel portafoglio valutario* del settore privato, nel quale sono sottorappresentate le attività sull'estero, che potrebbe cercare di riaggiustarsi di colpo, in caso di liberalizzazione, creando pressioni insostenibili sul cambio, sui tassi a breve e sulle riserve ufficiali.

Anche questa è, indubbiamente, una ragione di cautela nel rimuovere i controlli valutari. Si può però osservare che, a parità di intensità della protezione valutaria, le sue caratteristiche qualitative potrebbero essere mutate, innovando le forme di controllo in modo da renderle più adatte ad una graduale diversificazione del portafoglio. A tale fine, oltre all'indicizzazione valutaria di una parte del debito pubblico interno, si potrebbe considerare, ad esempio, di favorire forme di indicizzazione valutaria dell'intermediazione finanziaria privata (come ha recentemente proposto Franco Modigliani) e di utilizzare tecniche di doppio mercato: sia quella classica, nella quale l'acquisizione *lorda* di attività sull'estero non è limitata, sia quella nella quale tale ammontare lordo viene razionato, lasciando che vada eventualmente a premio nelle transazioni fra residenti. In ogni caso, il controllo del processo di diversificazione andrebbe organizzato in modo da massimizzare le informazioni che l'autorità può estrarre dal mercato, per valutare la distanza che residua dalla situazione di equilibrio, dove la liberalizzazione può essere completata ¹⁰.

3. Protezionismo valutario e dirigismo finanziario

3.1. Un altro «order of liberalization problem»

Vogliamo ora domandarci in quale relazione stia il protezionismo valutario con il grado di dirigismo interno del sistema creditizio di

¹⁰ Va anche detto che, ovviamente, la difficoltà del processo di aggiustamento decresce quando migliorano le prospettive del disavanzo pubblico e quando il suo finanziamento in valuta nazionale sull'interno viene a sua volta diversificato in modo ottimale, sfruttando tutte le sfumature disponibili delle preferenze finanziarie del settore privato.

un'economia. Per dirigismo intendiamo l'interferenza discrezionale dell'autorità con il funzionamento dei mercati finanziari, esercitata con controlli diretti amministrativi: una gamma di strumenti che vanno dai vincoli di portafoglio, al *plafond* sugli impieghi, fino all'autorizzazione all'emissione di obbligazioni.

Questa relazione fra, per così dire, controlli finanziari esterni ed interni, è importante, anche se meno discussa delle precedenti (quelle che legano i controlli esterni a quelli commerciali e alla stabilità dei cambi): in base ad essa si delinea un altro *order of liberalization problem*, rilevante per il processo di integrazione internazionale.

Di fatto si assiste, non solo in Italia, a due trend di liberalizzazione paralleli su entrambi i fronti. Dagli Stati Uniti all'Australia, dalla Norvegia al Giappone, alla Danimarca, alla Francia, con maggiore o minore intensità, da qualche tempo si progettano e in parte si realizzano, processi di regolamentazione finanziaria interna e, insieme, di abbattimento delle barriere finanziarie con l'estero¹¹.

È razionale, sul piano teorico, questa «complementarità» fra le due strade di liberalizzazione, che sembrano rafforzarsi vicendevolmente? Oppure vi sono ragioni per pensare che, prima o poi, esse siano destinate ad ostacolarsi, così che ulteriori arretramenti del dirigismo interno finirebbero per frenare la liberalizzazione valutaria, e viceversa?

Nel tentare una risposta sistematica a questa domanda guardiamo al problema da tre diverse angolature, che colgono tre delle connessioni esistenti fra controlli finanziari interni ed esterni.

3.2. Protezione dei debitori e imposte implicite nei controlli

Cominciamo con il mettere in primo piano l'*effetto fiscale* dei controlli amministrativi, e cioè la catena di imposte implicite che è associata sempre alla loro presenza, e perciò sia quando si esercitano sui movimenti di capitali con l'estero che quando riguardano i flussi finanziari interni.

Va detto che, perché si possa parlare di *effetto fiscale* dei controlli finanziari non occorre che essi siano tali da causare, quando associati ad un dato tasso di inflazione, saggi di interesse reali *negativi* a favore dei debitori. Il discorso della fiscalità implicita, in altre parole, è importante anche in tempi di tassi reali positivi. Non è necessario, cioè,

¹¹ Ciò è simmetrico al fatto che, negli anni passati, molti sistemi economici «that have resorted to controls on capital ... have also imposed ceilings on domestic credit» [Cottarelli e altri 1985, 42-43].

che vi sia una vera e propria *imposta da inflazione* perché si possa parlare di *imposta da controlli*. È sufficiente che la presenza dei controlli stessi abbassi il tasso di interesse reale pagato dal settore pubblico per un dato volume di indebitamento ed, eventualmente, alzi quello pagato dai debitori privati. Queste modificazioni del costo del credito e della remunerazione dei risparmiatori, misurano l'*aliquota* dell'imposta da controlli, che spesso dipende positivamente dall'inflazione ma può essere variata anche indipendentemente da questa, manovrando la severità degli interventi amministrativi¹².

Detto ciò, è chiaro come i controlli sui movimenti di capitali con l'estero possano servire a trattenere «base imponibile» per i controlli interni e permettano perciò di ottenere lo stesso «gettito» della fiscalità implicita con un minor tasso di dirigismo interno e/o di inflazione.

Si noti che, guardando i controlli valutari in questa prospettiva «fiscale», il fatto che essi siano organizzati in modo *asimmetrico* (come per lungo tempo è stato in Italia) non è senza conseguenza sulla aliquota dei controlli interni che li accompagnano e sulla distribuzione del loro onere fra i settori dell'economia. Infatti, se ad esempio si impediscono le uscite, ma insieme si incentivano le entrate di capitali, la «base imponibile» dei controlli interni viene limitata ai risparmiatori nazionali (sui quali perciò i controlli interni dovranno incidere di più), dato che i debitori privati sfuggiranno l'imposta con l'indebitamento all'estero. Con controlli esterni simmetrici, invece, i controlli interni che favoriscono l'indebitamento pubblico possono incidere anche, in parte, nella forma di maggiori tassi pagati dai debitori privati¹³. L'onere per i risparmiatori può essere allora alleggerito¹⁴.

Dal punto di vista «fiscale», dunque, i controlli finanziari esterni sembrano «sostituti» di quelli interni: riducendo gli uni, divengono più necessari gli altri e viceversa; una sorta di «linea di isofiscalità occulta». Non si spiegano due processi «complementari» di liberalizzazione sui due fronti. O meglio, si possono spiegare solo supponendo una *diminuzione della domanda di gettito fiscale implicito* del set-

¹² Cfr. Bruni e Porta [1983] e McKinnon e Mathieson [1981]. Si noti dunque che, dal punto di vista quantitativo, non sembra applicabile, all'imposta da controlli, la stima di un ordine di grandezza trascurabile per il «seigniorage as a source of revenue», fatta, ad esempio, da Buiter [1985, 22-28].

¹³ Cfr. McKinnon e Mathieson [1981], che concludono: «Modern examples abound of countries taxing their domestic financial systems without realizing the importance of *two-way* exchange controls for maintaining the tax base» (p. 7, nostro il corsivo).

¹⁴ In realtà l'asimmetria dei controlli valutari può spiegarsi guardando, anziché al loro significato «fiscale», al loro obiettivo di finanziare le partite correnti e alimentare le riserve della banca centrale. In materia, cfr. Monti [1984].

tore pubblico. Questa diminuzione, a sua volta, può derivare dal sopravvenire di una maggiore disponibilità, e/o di un minor costo politico relativo, delle altre forme di finanziamento della spesa pubblica quali, in particolare, le imposte esplicite. Ma può anche avvenire per una contrazione della stessa spesa pubblica; la quale, occorre tener presente, dipende, fra l'altro, dal grado di accomodamento garantito dalle regole del gioco del sistema.

Se si prende in considerazione questo meccanismo, si può delineare la seguente successione di fenomeni: riducendo una delle due forme di controlli che stiamo esaminando – permettendosi, ad esempio, meno dirigismo finanziario interno – si ottiene un effetto di «disciplina» sul settore pubblico che lo spinge progressivamente a rinunciare anche ai «favori» della protezione valutaria. In questo senso è logico pensare che i due cammini di liberalizzazione possano correre paralleli, invece di trovare spazio l'uno a spese dell'altro.

3.3. Protezione degli intermediari ed efficienza della struttura finanziaria

Vi è un altro modo di vedere l'interazione fra i controlli amministrativi all'interno di un sistema finanziario e quelli che regolano i suoi rapporti con l'estero. Molti dei controlli di entrambi i tipi, infatti, esercitano, direttamente o indirettamente, un effetto «protettivo» sugli intermediari finanziari nazionali.

Il meccanismo con cui ciò avviene è abbastanza evidente e non sono forse necessari esempi. Basti ricordare l'importanza che hanno, o hanno avuto, in molti paesi, le varie forme con cui l'autorità *limita la concorrenza* nella raccolta del risparmio fra le banche nazionali, e fra il loro insieme e le banche estere. D'altra parte, indirettamente, ogni ostacolo all'investimento del risparmio all'estero costituisce un sussidio alla raccolta degli intermediari finanziari nazionali e ogni ostacolo all'indebitamento sull'estero tende a favorirli dal lato dell'impiego.

Anche da questo punto di vista si pone un problema non banale di *order of liberalization*. Per fare un esempio: da un lato, la deregolamentazione interna rende più *efficienti* gli intermediari che resistono al clima di maggiore competitività, e li mette meglio in grado di affrontare senza protezioni la concorrenza internazionale; dall'altro, l'obiettivo di limitare la *rischiosità* di un sistema creditizio potrebbe indurre l'autorità a frenare la concorrenza estera proprio quando si permette a quella interna di aumentare rapidamente. È noto come l'equilibrio fra efficienza e stabilità del sistema creditizio sia argomento largamente trattato in letteratura.

Non è questa la sede per approfondire tale aspetto, del quale non

sfuggono certo la complessità, l'importanza e la grande attualità. Di fatto, in molti paesi, la liberalizzazione procede su entrambi i fronti, mentre l'aumentata rischiosità che ne deriva viene gestita cercando di rendere più efficienti, omogenei e coordinati i sistemi di *vigilanza*.

3.4. «Protezione» della banca centrale ed efficacia della politica monetaria

È noto che, se si cerca di mantenere il cambio stabile, la mobilità dei capitali con l'estero *riduce l'efficacia della politica monetaria* nello stabilizzare l'occupazione, l'inflazione e la bilancia *corrente* con l'estero. La banca centrale può dunque essere portata a interferire con tale mobilità, imponendo controlli valutari, in modo da esaltare l'efficacia e l'indipendenza dall'estero della politica con la quale persegue i propri obiettivi finali.

Ma essa può intravedere anche un'altra possibilità: quella di aumentare la forza e la rapidità della propria azione sull'economia, ricorrendo a vincoli e controlli diretti amministrativi sui flussi creditizi interni. In particolare, cercando di determinare le quantità dei flussi finanziari senza passare per il gioco dei tassi di interesse, essa può pensare di ridurre l'effetto compensativo dei movimenti di capitale con l'estero. Naturalmente, per la riuscita dell'operazione, occorre concentrare il razionamento quantitativo sulla parte meno *sostituibile* dei flussi interni¹⁵, in modo da minimizzare gli effetti di *spill-over* sull'estero.

Se l'autorità monetaria si colloca nella prospettiva appena descritta, è portata a vedere i controlli interni e il protezionismo valutario, come strumenti alternativi (fra loro in parte *sucedanei*) per sostenere l'efficacia della propria politica; e può essere condotta a considerare la liberalizzazione finanziaria sull'interno e quella sull'estero, come due processi che si ostacolano a vicenda, almeno fino a che prevale l'obiettivo di mantenere stabile il cambio.

La questione però appare del tutto diversa se si tiene presente l'altra implicazione del modello di Mundell in regime di cambi fissi. E cioè il fatto che la mobilità dei capitali *aumenta l'efficacia della politica monetaria* nello stabilizzare la bilancia *globale* dei pagamenti e il livello delle *riserve*. Supponiamo allora che un paese abbia imposto, per varie ragioni, controlli valutari che riducono fortemente l'elasticità di breve periodo dei movimenti di capitali al tasso di interesse.

Per concretezza, pensiamo al caso italiano, nel quale l'unico cana-

¹⁵ In queste condizioni ha senso, ad esempio, l'esenzione dei finanziamenti all'esportazione e all'importazione dal *plafond* sugli impieghi.

le aperto è stato per qualche tempo quello degli impieghi in valuta delle aziende di credito.

In una situazione di tal genere, per stabilizzare le riserve, la banca centrale dovrà provocare forti fluttuazioni dei tassi a meno che non ricorra a controlli diretti quantitativi concentrati, in questo caso, sulla parte dei flussi interni che può essere più facilmente sostituita da quelli con l'estero, in modo da massimizzare l'effetto di *spill-over* [Angeloni e Galli 1983]. È facendo leva su un meccanismo di questo tipo che, in certi periodi, è stato manovrato il *plafond* sugli impieghi in lire in Italia. In quest'ottica, il dirigismo interno appare come *complementare*, più che succedaneo, rispetto al protezionismo valutario, nel soddisfare il bisogno dell'autorità di stabilizzare le riserve.

Ma quando si consuma meno di uno fra due beni complementari, si è portati a rinunciare un poco anche all'altro. Se in una situazione quale quella prima descritta si decide di ridurre i controlli quantitativi sull'interno, può subentrare il desiderio, da parte dell'autorità, di avere a disposizione flussi di capitali con l'estero più elastici ai tassi di interesse. L'obiettivo di controllare le riserve può dunque portare con sé, come forse sta facendo in Italia, una serie di provvedimenti di deregolamentazione valutaria che rendano più ampio e diversificato il canale di comunicazione dei flussi monetari con l'estero.

Si può dunque concludere che, nella misura in cui la politica monetaria guarda più al *fine tuning* delle riserve che non a quello della domanda aggregata (il che corrisponde forse meglio alle sue effettive possibilità) un maggior grado di libertà valutaria risulta coerente con la rinuncia ai controlli quantitativi sul credito interno.

4. Conclusioni

È dunque da uno schema analitico abbastanza complesso, che in questa sede abbiamo solo tratteggiato, che possono farsi discendere suggerimenti e provvedimenti specifici atti a guidare il sistema finanziario nel processo di integrazione con l'estero.

Tale processo richiede innanzitutto, come è ampiamente mostrato dalla letteratura, il «giusto mix» di libertà valutaria, libertà commerciale e stabilità dei cambi. Si tratta di una combinazione da ricercare con la consapevolezza delle complesse relazioni di complementarità che collegano fra loro i tre connotati dell'integrazione, per un dato grado di autonomia nelle politiche nazionali.

In secondo luogo, l'integrazione finanziaria con l'estero deve correre parallela all'evoluzione della regolamentazione interna del sistema creditizio nazionale. Abbiamo cercato di individuare le ragioni che permettono di superare parallelamente, anche se con gradualità, i

vincoli amministrativi interni e le restrizioni valutarie. Un cammino di liberalizzazione che sembra oggi molto meno controverso, nel nostro paese, di quanto lo fosse solo pochi anni fa.

Riferimenti bibliografici

- Adams C. e Greenwood J. (1985), *Dual Exchange Rate Systems and Capital Controls: An Investigation*, in «Journal of International Economics», febbraio.
- Aizenman J. (1985), *On the Complementarity of Commercial Policy Capital Controls and Inflation Tax*, in «NBER», Working Paper n. 1583.
- Angeloni I. e Galli G. (1983), *Monetary Policy and Exchange Rate Dynamics in a Disequilibrium Model of the Credit Market*, in «Discussion Papers on International Economics and Finance», Banca d'Italia, febbraio.
- Bruni F. e Porta A. (1981), *Allocazione delle risorse e inflazione: il caso dei mercati finanziari*, in «Economia Internazionale», n. 2-3-4.
- Buiter W.H. (1985), *A Guide to Public Sector Debt and Deficits*, in «Economic Policy».
- (1981), *Time Preference and International Lending and Borrowing in a Overlapping Generations Model*, in «Journal of Political Economics», agosto.
- Ciampi C.A. (1984), *Normativa valutaria e stabilità della moneta*, in «Bollettino Economico», Banca d'Italia, n. 2.
- Cottarelli C., Galli G., Marullo P. e Pittaluga G. (1985), *Monetary Policy through Ceilings on Bank Lending: Aggregate Effects and Microeconomic Costs*, dattiloscritto.
- Dornbusch R. (1980), *Open Economy Macroeconomics*, New York, Basic Books.
- Edwards S. (1984), *The Order of Liberalization on the Current and Capital Accounts of the Balance of Payments*, in NBER Working Paper 1507, novembre.
- Giavazzi G. e Pagano M. (1985), *Capital Controls and the European Monetary System*, in *Capital Controls and Foreign Exchange Legislation*, Occasional Paper, Milano, Euromobiliare.
- Grossman G.M. (1984), *The Gains from International Factor Movements*, in «Journal of International Economics», agosto.
- IMF (1984), *Exchange Rate Volatility and World Trade*, Occasional Paper, 28, luglio.
- Kareken J. e Wallace N. (1977), *Portfolio Autarky: A Welfare Analysis*, in «Journal of International Economics», febbraio.
- Khan M.S. e Zahler R. (1985), *Trade and Financial Liberalization Given External Shocks and Inconsistent Domestic Policies*, in «IMF Staff Papers».
- McKinnon R.I. e Mathieson D.J. (1981), *How to Manage a Repressed Economy*, in «Princeton Essays in International Finance», 145, dicembre.
- Monti M. (1984), *Financial Protectionism and External Borrowing: The Case of Italy*, in «Zicht op Bancaire en Monetair Wereld», Leiden, Stentert Kroese.

- Mundell R.A. (1964), *Margini di fluttuazione del tasso di cambio e politica economica*, trad. it. in *La fluttuazione dei cambi*, a cura di R. Cohen e F. Giavazzi, Milano, Etas Libri, 1982.
- Neary P. e Ruane F. (1985), *International Capital Mobility, Shadow Prices and the Cost of Protection*, in «CEPR Discussion Paper», 18.
- Padoa-Schioppa T. (1982), *I mercati europei dei capitali fra liberalizzazione e restrizioni*, in «Bancaria».
- Samuelson P.A. (1949), *International Factor Price Equalization Once Again*, in «Economic Journal», giugno.
- (1948), *International Trade and the Equalization of the Factor Prices*, in «Economic Journal», giugno.
- Stopler W.F. e Samuelson P.A. (1941), *Protection and Real Wages*, in «Review of Economic Studies», novembre.
- Takayama A. (1972), *International Trade*, London, Holt-Rinehart-Winston.