

Il doppio mercato dei cambi: uno strumento addizionale di politica economica (*)

Introduzione

Una crescente attenzione è stata recentemente dedicata agli effetti dell'elevata mobilità internazionale dei capitali. Negli ultimi anni si è infatti assistito a movimenti massicci di capitali, che hanno avuto ripercussioni importanti sia sul livello delle riserve internazionali sia sulla autonomia della politica monetaria nei diversi paesi. Quest'ultimo problema riveste una particolare importanza non solo per i « monetaristi » ma anche per i « keynesiani », date le note difficoltà politiche ed amministrative riscontrate nell'uso anti-ciclico della politica fiscale. Ciò ha dato luogo a un ripensamento critico sulla desiderabilità economica della piena libertà di movimento dei capitali e ha portato ad elaborare numerose proposte tendenti a contenere i flussi finanziari mediante controlli amministrativi oppure a creare sistemi di cambi atti a ridurre l'entità dei flussi suddetti. Questo studio analizza i possibili effetti di uno di tali sistemi, e cioè del doppio mercato dei cambi. Tale sistema, che è in vigore in Belgio da oltre quindici anni, ha raccolto recentemente nuovi sostenitori; tra l'altro, durante la crisi monetaria internazionale del maggio 1971, la Commissione della CEE ne ha consigliato l'adozione.

Nel par. I si analizzano i motivi per cui è giustificabile, sia nel breve sia nel lungo periodo, una riduzione della libertà di movimento dei capitali; nel par. II si esaminano le caratteristiche tecniche del doppio mercato; nel par. III si estende la nota analisi di Mundell sull'efficacia della politica monetaria e fiscale in una economia aperta al caso di un paese che abbia un doppio mercato dei cambi; nel

(*) Gli autori sono grati a William White e Franco Batzella per i numerosi ed utili suggerimenti; *sic soliter*, le opinioni espresse in questo scritto impegnano solo gli autori.

par. IV, infine, si traggono alcune conclusioni confrontando il doppio mercato con altre soluzioni volte anch'esse a ridurre le ripercussioni deleterie della mobilità dei capitali.

I. I movimenti di capitali nel breve e nel lungo periodo

Una delle più importanti caratteristiche del sistema monetario internazionale creato alla Conferenza di Bretton Woods è la facoltà data ai paesi membri del Fondo di limitare i movimenti di capitali con controlli valutari. Di fatto, nell'immediato dopoguerra e durante gli anni cinquanta quasi tutti i paesi mantennero una complessa rete di controlli sui movimenti di capitali, consentendo in tal modo alle autorità una certa libertà di manovra nell'uso della politica monetaria ai fini della stabilizzazione interna. Le restrizioni valutarie vennero smantellate col progressivo rafforzamento delle economie europee e verso la fine del 1958 i maggiori paesi industrializzati resero convertibili di fatto le proprie valute. Col sorgere pressoché contemporaneo del mercato dell'eurodollaro, con lo svilupparsi delle società multinazionali e con l'intensificarsi dei rapporti delle banche commerciali con l'estero si venne a creare uno stock sempre maggiore di capitali dotati di una notevole elasticità rispetto al tasso d'interesse ed oltremodo sensibili a qualsiasi possibilità di variazioni di parità. Ciò diede luogo a frequenti e massicci movimenti di capitali che da una parte ridussero seriamente il margine di manovra per una politica monetaria nazionale e, dall'altra, portarono sovente a squilibri nella bilancia dei pagamenti.

Queste difficoltà hanno causato un'inversione nel processo di liberalizzazione prevalso negli anni sessanta e stimolato un ripensamento critico sulla desiderabilità stessa di un'ampia libertà di movimento internazionale del fattore capitale. Dal punto di vista teorico, tale questione può essere esaminata sia nel breve sia nel lungo periodo: gli strumenti di analisi nel lungo periodo sono quelli dell'economia del benessere e della teoria dello sviluppo, mentre nel breve periodo si usano gli strumenti relativi al ciclo economico. Dal punto di vista dell'economia del benessere, nell'ipotesi di concorrenza perfetta, la tesi a favore del libero movimento dei capitali è assai simile a quella a favore del libero movimento delle merci; cioè, la mobilità dei capitali, assicurando la distribuzione più efficiente delle risorse finanziarie mondiali, tende a massimizzare il benessere mondiale. Occorre tuttavia sottolineare che, se l'obiettivo è di massi-

mizzare il benessere nazionale, i controlli sui movimenti di capitale possono essere difesi adducendo grosso modo gli stessi motivi che vengono avanzati per la tariffa ottima nel caso delle merci (1). Qualora poi si abbandonino ipotesi ideali quali la concorrenza perfetta e la flessibilità dei prezzi, i controlli sui movimenti di capitale si possono anche giustificare come soluzioni sub-ottimali (di « second best »); essi servirebbero a compensare eventuali distorsioni, tra le quali sono da ricordare principalmente: a) le imperfezioni dei mercati finanziari; b) i diversi livelli di tassazione dei redditi da capitale; c) i controlli quantitativi sulle importazioni di capitali imposti da altri paesi; d) le differenze nei saggi di interesse dovute a diverse combinazioni di politiche monetarie e fiscali piuttosto che alla differente produttività marginale del capitale nei vari paesi (2).

Inoltre, in un regime di cambi fissi, una delle cause più rilevanti di distorsioni è quella derivante da saggi d'inflazione diversi nei vari paesi. A parità di saggi reali d'interesse, i paesi nei quali il tasso d'inflazione è relativamente alto avranno in generale saggi nominali d'interesse più elevati; di conseguenza, qualora gli operatori economici non temano variazioni nelle parità, si avranno movimenti di capitale verso i paesi con più alti saggi d'inflazione. In altre parole, non vi è alcuna garanzia che i movimenti internazionali di capitali riflettano differenze nella produttività marginale del capitale tra diversi paesi (3).

C'è anche da tener presente che, via via che aumenta la mobilità dei capitali, vi è la tendenza all'uguaglianza dei saggi d'interesse nominali dei vari paesi. Ne deriva che i paesi aventi tassi d'inflazione relativamente elevati (bassi), non potendo in pratica mantenere saggi nominali molto diversi da quelli vigenti nei mercati internazionali, sono normalmente costretti ad avere saggi *reali* inferiori (superiori) a quelli ritenuti ottimali (4).

Il mantenimento di un tasso di inflazione relativamente alto non è necessariamente incompatibile con l'equilibrio di lungo periodo della bilancia dei pagamenti. Infatti, confrontando gli Stati Uniti

(1) N. FIELEKE, *The Welfare Effects of Controls over Capital Exports from the United States*, in «Essays in International Finance», Princeton University, gennaio 1971.

(2) H. JOHNSON, *Theoretical Problems of the International Monetary System*, in «Pakistan Development Review», 1967.

(3) F. LUTZ, «Money Rates of Interest, Real Rates of Interest, and Capital Movements», in *Maintaining and Restoring Balance in International Payments* (W. Fellner et al.), Princeton University, 1966.

(4) R. MUNDELL, *Monetary Theory*, Goodyear Publishing Co., 1971.

con i paesi che si sono sviluppati più rapidamente, si rileva che nel periodo 1953-1970 i prezzi al consumo sono aumentati del 97 per cento in Giappone, del 66 per cento in Italia e del 45 per cento in Germania contro solo il 41 per cento negli Stati Uniti. Nello stesso periodo la parità di questi paesi è restata immutata, ad eccezione della Germania che ha rivalutato ben due volte. Per giunta, gli indici dei prezzi all'esportazione sono *diminuiti* in Italia e in Giappone, mentre sono aumentati del 30 per cento negli Stati Uniti (5). Questo contrastante andamento delle due categorie di prezzi può essere spiegato con la diversa struttura relativa dei prezzi interni che si riscontra nelle economie in sviluppo e in quelle « mature ». Nelle prime i prezzi dei servizi e dei prodotti agricoli sono in genere più bassi rispetto ai prezzi dei prodotti industriali; tuttavia, gli aumenti maggiori di produttività si registrano nel settore industriale. Data la rigidità verso il basso dei prezzi, i prezzi dei prodotti industriali tendono a restare costanti, mentre quelli dei servizi e dei prodotti agricoli aumentano più rapidamente. Ne consegue che, essendo la produzione manifatturiera la componente principale del commercio dei paesi industrializzati, i paesi in rapido sviluppo possono mantenere o accrescere la loro competitività internazionale pur verificandosi in essi aumenti nei prezzi al consumo più rapidi che nelle economie « mature ». La tendenza dei movimenti di capitale ad eguagliare il saggio nominale di interesse può quindi determinare saggi reali non ottimali nei vari paesi e flussi finanziari non giustificati da differenze nella produttività marginale del capitale. In generale si può concludere che, nell'ambito di un'analisi di lungo periodo, sarebbe errato attribuire a priori un merito intrinseco alla libertà di movimenti dei capitali.

Nei paragrafi che seguono l'analisi verterà sugli aspetti di breve periodo, vale a dire sugli effetti che i movimenti di capitale esercitano sull'equilibrio interno ed esterno nelle diverse fasi della congiuntura economica. Nella teoria classica del « gold standard » si riteneva che anche i movimenti di capitale a breve termine svolgessero una funzione positiva in quanto, compensando gli squilibri della bilancia dei pagamenti di base nelle diverse fasi del ciclo economico, consentivano alle autorità di correggere gli squilibri congiunturali in un lasso di tempo maggiore. Nel corso degli ultimi

(5) R. McKINNON, *Monetary Theory and Controlled Flexibility of Exchange Rates*, in «Essays in International Finance», Princeton University, maggio 1971.

anni, invece, i movimenti di capitale a breve hanno avuto frequentemente effetti squilibranti. Da un lato, infatti, l'elevata mobilità dei capitali ha anche fatto sì che, anche quando i flussi di capitale svolgono un'azione compensatrice degli squilibri di base, il loro volume sia tale da non permettere in pratica variazioni anti-cicliche nei saggi d'interesse. Ciò, come si è visto, ha avuto l'effetto di ridurre l'autonomia monetaria dei singoli paesi in un periodo in cui, date le note carenze della politica fiscale, essa sembra essere addirittura indispensabile come strumento anti-ciclico. Dall'altro lato, le frequenti incertezze sul mantenimento della parità ufficiale generano movimenti speculativi di ampiezza tale che assai difficilmente possono essere neutralizzati e che sovente costringono le autorità ad adottare politiche esterne e interne indesiderabili per altri versi.

Gli effetti spesso dannosi dei flussi a breve termine hanno dato origine a numerose proposte volte a limitare la libertà dei movimenti internazionali dei capitali. In generale, le soluzioni che hanno attualmente le maggiori possibilità di essere adottate dai principali paesi industriali sembrano essere le seguenti: *a*) maggiori restrizioni amministrative sui movimenti di capitali; *b*) una più ampia fascia di oscillazione dei cambi attorno alla parità; *c*) un mercato separato per le sole transazioni finanziarie in cui il tasso di cambio verrebbe determinato liberamente dalla domanda e dall'offerta. Nelle pagine che seguono verranno esaminate le caratteristiche tecniche del doppio mercato dei cambi e i suoi vantaggi e svantaggi rispetto alle altre soluzioni sopra citate.

II. Caratteristiche tecniche di un doppio mercato dei cambi

Nel corso del dopoguerra solo tre paesi hanno attuato una qualche separazione tra transazioni in conto corrente e transazioni in conto capitale, facendo passare le prime per il mercato ufficiale dei cambi, in cui cioè le autorità intervengono mantenendo il tasso entro i margini fissati rispetto alla parità, e le seconde per il mercato libero, in cui il tasso di cambio può oscillare liberamente.

Durante la seconda guerra mondiale la Svizzera adottò un mercato libero per le transazioni in conto capitale, ma nei primi anni del dopoguerra le autorità tornarono ad unificare il sistema dei cambi (6). Un sistema analogo, ma limitato agli investimenti effet-

(6) G. RUFF, *A Dollar-Reserve System as a Transitional Solution*, in «Essays in International Finance», Princeton University, gennaio 1967.

tuati fuori dell'area della sterlina, è tuttora in vigore nel Regno Unito. Con tale sistema non vi possono naturalmente essere investimenti netti inglesi all'esterno dell'area della sterlina; ciò serve ad evitare che un deflusso di capitali vada ad aggiungersi al saldo corrente fortemente passivo che il Regno Unito ha con il resto del mondo.

Il Belgio è stato l'unico paese che abbia usato per un lungo periodo di tempo un mercato libero per buona parte delle transazioni in conto capitale quale strumento di politica di bilancia di pagamenti e di politica monetaria (7). Nel periodo 1950-57 il Belgio aumentò progressivamente il numero delle partite in conto capitale che dovevano passare per il mercato libero; le caratteristiche istituzionali dei mercati dei cambi restarono poi sostanzialmente inalterate fino alla crisi del 1971. Sin dalla sua formazione, uno dei principali obiettivi del mercato libero era stato di scoraggiare deflussi di fondi; verso la fine degli anni sessanta, però, il saldo corrente aumentò considerevolmente portando a cospicui afflussi speculativi, particolarmente nella primavera del 1971. Vennero quindi introdotte varie disposizioni volte a ridurre l'afflusso di fondi, tra cui, principalmente, il divieto di vendere sul mercato ufficiale le valute acquistate sul mercato libero. Tagliato questo legame diretto tra i due mercati che non permetteva al tasso finanziario di salire al di sopra del tasso ufficiale, il doppio mercato può essere utilizzato per controllare sia afflussi sia deflussi di capitali.

La divisione del mercato dei cambi in un mercato ufficiale per le transazioni in conto corrente e in un mercato libero per le transazioni in conto capitale può effettuarsi in vari modi; si possono, ad esempio, creare nell'ambito del sistema bancario due tipi di conti in valuta estera di residenti — i conti in valuta « corrente » e quelli in valuta « finanziaria » — e due tipi analoghi di conti in valuta nazionale per i non residenti. Il controllo può essere effettuato sull'uno o sull'altro tipo di conti; sarebbe sufficiente infatti accertare che tutti i pagamenti e incassi derivanti da transazioni correnti, e solo quelli, si effettuino tramite i conti in valuta corrente.

In pratica, il controllo potrebbe risultare difficile per certe transazioni, quali le spese per turismo, i crediti commerciali, o i profitti

(7) Per una analisi del sistema belga, cfr., *Les mouvements conjoncturels enregistrés dans la balance de paiements de l'U.E.B.L. de 1961-67*, in « Bulletin de Documentation » della Banca Nazionale del Belgio, aprile 1969.

sugli investimenti esteri — questi ultimi dovrebbero essere incanalati attraverso il mercato *corrente* anche nel caso che fossero poi reinvestiti nel paese. Inevitabilmente, la separazione tra i due mercati non potrebbe essere perfetta, e l'incentivo alla evasione si accrescerebbe con l'allargarsi del divario tra tasso ufficiale e tasso libero. Queste difficoltà sono comuni ad ogni forma di controllo amministrativo. Tuttavia si può ritenere, come è suggerito anche dall'esperienza belga, che l'efficacia del controllo possa essere maggiore quando il controllo copra tutte le transazioni finanziarie piuttosto che quando sia applicato in modo selettivo a particolari categorie di transazioni, quali i depositi a breve, o gli investimenti diretti. Nonostante possibili evasioni, però, una sostanziale separazione tra i due mercati sembra senz'altro attuabile, almeno nel breve periodo; di conseguenza nelle pagine che seguono si prescindere dalle difficoltà pratiche dei controlli amministrativi (8).

Nell'ipotesi che le autorità monetarie non intervengano nel mercato libero, non potrebbe esservi per definizione alcun movimento *netto* di capitale; surplus o deficit correnti comporterebbero quindi uguali variazioni nelle riserve ufficiali e nella base monetaria (9). Il tasso di cambio finanziario godrebbe allora di un aggio o subirebbe uno sconto rispetto al tasso di cambio ufficiale a seconda che l'eventuale applicazione di un tasso unico comporti un afflusso oppure un deflusso netto di capitale. Tale ipotesi è tuttavia poco realistica; una simile condotta si potrebbe giustificare soltanto qualora si ritenesse opportuno adottare una politica monetaria fortemente restrittiva (espansiva) in presenza di un deficit (surplus) corrente. Normalmente, le autorità monetarie potranno vendere o comprare valuta nel mercato libero a seconda che vi sia un avanzo o un disavanzo nelle partite correnti, in modo da ridurre o anche evitare del tutto movimenti nelle riserve ufficiali. Ovviamente le autorità monetarie potrebbero anche più che compensare un surplus o un deficit corrente, perdendo riserve nel primo caso e acquistandone nel secondo; tuttavia tale comportamento potrebbe essere considerato contrario a un « codice

(8) Sulle difficoltà amministrative del doppio mercato, cfr., A. LAMFALUSSY, *The Role of Monetary Gold over the Next Ten Years*, e i commenti di G. CARLI, The Per Jacobson Foundation, settembre 1969.

(9) Il mercato libero tuttavia non è in grado di ridurre i movimenti di capitali dovuti ai « leads and lags » dei pagamenti commerciali, in quanto tali transazioni passano per il mercato ufficiale.

di buona condotta» internazionale, e per il momento non lo si prenderà in considerazione (10).

Si consideri invece il caso in cui le autorità monetarie decidano di vendere o comprare valuta finanziaria in misura pari ai loro acquisti o vendite nette di valuta corrente, evitando così ogni variazione nelle riserve. Un siffatto comportamento può definirsi come una compensazione automatica dello squilibrio corrente. Il tasso libero sarà allora quotato ad un premio quando l'applicazione di un tasso unico comporterebbe un saldo attivo della bilancia *globale* dei pagamenti, e non già solo del conto capitale, mentre si avrà uno sconto nel caso opposto, quando cioè con un tasso unico si avrebbe un passivo nella bilancia dei pagamenti. Si avranno quindi le combinazioni indicate nella Tavola I.

TAVOLA I

Saldi che si sarebbero verificati in caso di mercato dei cambi unico	Sconto/Premio del cambio finanziario in caso di doppio mercato e compensazione automatica dello squilibrio corrente
a) passivo corrente > afflusso di capitale . . . }	a sconto
b) passivo corrente e deflusso di capitale . . . }	
c) attivo corrente < deflusso di capitale . . . }	
d) passivo corrente < afflusso di capitale . . . }	a premio
e) attivo corrente > deflusso di capitale . . . }	
f) attivo corrente ed afflusso di capitale . . . }	

E' da notare che, con mercato doppio e compensazione automatica dello squilibrio corrente, l'organo ufficiale d'intervento registra un profitto nei casi *c)* e *d)* indicati dalla Tavola, e una perdita in tutti gli altri casi; l'entità del profitto (perdita) è uguale al prodotto dell'ammontare di valuta estera acquistata (venduta) nel mercato finanziario per il premio (sconto) del tasso finanziario su quello ufficiale. Da ciò derivano due conseguenze. In primo luogo, un paese con un saldo attivo (o passivo) delle partite correnti — tranne nei casi *c)* e *d)* — si troverà di fronte alla necessità di scegliere tra perdere (o accumulare) riserve oppure subire il costo implicito nel-

(10) Si deve tener presente che un tasso libero ad uno sconto (premio) rispetto a quello ufficiale equivale all'applicazione di una tassa (sussidio) sulle esportazioni di capitale e un pari sussidio (tassa) alle importazioni di capitale.

l'intervento nel mercato finanziario. Considerazioni di costo per il bilancio pubblico potrebbero quindi essere a volte un importante disincentivo al mantenimento per lunghi periodi di ingenti squilibri nella bilancia dei pagamenti, anche quando si potessero evitare variazioni nelle riserve ufficiali con interventi nel mercato finanziario (11).

In secondo luogo, si avrà un aumento (diminuzione) della base monetaria pari alla perdita (profitto) dell'organo d'intervento. Il mantenimento di riserve invariate non assicurerà dunque che la bilancia di pagamenti abbia un effetto neutrale sulla base monetaria, ma causerà invece variazioni tendenti ad aggravare lo squilibrio corrente — nei casi *a)* ed *e)* — e richiederà interventi compensativi.

Sinora si è implicitamente assunto che il movimento netto di capitale possa essere controllato mediante opportuni interventi delle autorità monetarie sul mercato libero. Conviene ora esaminare con maggior attenzione questo aspetto. Un calo del tasso finanziario può stimolare l'afflusso di capitali in tre modi: *a)* aumentando il saggio d'interesse percepito dall'investitore estero, poiché l'investimento viene fatto al tasso di cambio deprezzato mentre la rimessa dell'interesse, essendo una transazione corrente, è fatta al cambio di parità; *b)* aumentando la probabilità di un futuro rialzo del cambio finanziario e conseguentemente di una rivalutazione del capitale investito; *c)* riducendo il rischio di perdite in seguito a una eventuale svalutazione (vedi Tavola II).

A titolo illustrativo, si può paragonare lo stimolo all'afflusso di capitali derivante da un aumento dei saggi d'interesse interni con quello derivante da un calo del cambio finanziario. Si supponga che vi siano due tipi di titoli, cambiali a tre mesi e rendite perpetue, e che inizialmente il tasso d'interesse sia rispettivamente del 4 per cento e del 5 per cento. Il prospetto seguente illustra come varierebbe la convenienza economica ad investire nel paese nell'ipotesi che il cambio finanziario scenda del 4 per cento rispetto alla parità, ma i saggi d'interesse interni restino immutati (ipotesi A); e nell'ipotesi che tutte le transazioni con l'estero avvengano alla parità e i saggi d'interesse aumentino, ad esempio dal 4 all'8 per cento per i titoli a tre mesi, e dal 5 al 6 per cento per le rendite perpetue (ipotesi B).

L'alternativa proposta si riferisce di proposito a due posizioni estreme, trascurando possibili combinazioni in cui al deprezzamento

(11) J. MARCUS FLEMING, «Dual Exchange Rates for Current and Capital Transactions: A Theoretical Examination», in *Essays in International Economics*, Allen and Unwin, 1971.

TAVOLA II

	Ipotesi A		Ipotesi B	
	(Saggi d'interesse interni immutati ma tasso di cambio finanziario deprezzato del 4%)		(Saggi d'interesse aumentati ma tasso di cambio finanziario uguale alla parità)	
	Titolo a 3 mesi	Rendita perpetua	Titolo a 3 mesi	Rendita perpetua
a) Aumento del saggio effettivo d'interesse sul capitale investito . . .	0,17	0,21	4,00	1,00
b) Rivalutazione del capitale in caso di ritorno ai valori originali . .	4,00	4,00	circa zero	16,67
c) Perdita in caso di successiva svalutazione del 4% nella parità . .	—	—	-4,00	-4,00

del cambio finanziario si accompagni un aumento nei tassi d'interesse interni. I valori dell'esempio sono stati scelti in modo arbitrario, ma ciò non altera la validità delle conclusioni che si possono ricavare dalla Tavola II; in generale, esse sono:

a) se l'obiettivo è di accrescere in modo permanente l'afflusso di capitali dall'estero, lo strumento del saggio d'interesse è assai più efficace di quello del cambio finanziario poiché per aumentare la redditività dei capitali esteri col tasso di cambio finanziario si richiede uno sconto eccessivamente ampio; per esempio, per accrescere dal 5 al 6 per cento l'interesse percepito da un investitore estero su una rendita perpetua sarebbe necessario deprezzare il cambio finanziario di circa il 17 per cento;

b) il cambio finanziario è uno strumento più efficace della manovra del saggio d'interesse per attirare ingenti quantità di capitali a breve qualora gli operatori economici ritengano che lo squilibrio sia temporaneo e che il cambio finanziario tenderà presto a risalire. Tuttavia un tale uso del cambio finanziario si giustificerebbe solo in mancanza di un volume adeguato di riserve internazionali;

c) il cambio finanziario appare invece uno strumento molto efficace quando si prospettino variazioni nella parità del cambio; se, ad esempio, gli investitori esteri ritenessero probabile una svalutazione della parità entro un breve periodo di tempo, sarebbe impos-

sibile evitare un ampio deflusso col solo strumento del saggio d'interesse, poiché si richiederebbero livelli d'interesse elevatissimi per compensare la probabilità di perdite sul capitale (12). Con un doppio mercato, invece, se il cambio finanziario fosse deprezzato tanto da compensare la temuta perdita di capitale, si potrebbe continuare ad avere un normale flusso di capitali in risposta a differenze nei saggi d'interesse.

Conclusioni opposte a quelle ora formulate valgono nel caso che si desideri ridurre, anziché accrescere, l'afflusso di capitali: un doppio mercato con cambio finanziario più elevato della parità è uno strumento assai utile per ridurre afflussi speculativi di capitale, ma è meno efficace della manovra del saggio d'interesse interno quando l'obiettivo sia di incoraggiare un deflusso « permanente » di capitali; anche in questo caso, tuttavia, il cambio finanziario può essere uno strumento utile qualora gli operatori si attendano una rivalutazione della parità.

III. Il doppio mercato dei cambi e l'efficacia della politica monetaria e fiscale

Da quanto si è detto si può dedurre che l'introduzione di un doppio mercato potrebbe utilmente arricchire il novero degli strumenti a disposizione delle autorità. Mentre con i soli strumenti tradizionali della politica monetaria e fiscale le autorità non hanno molta libertà di manovra nel dosare tali strumenti per raggiungere contemporaneamente l'equilibrio interno ed esterno, la creazione del mercato doppio consentirebbe una più ampia scelta tra varie « policy mixes ». Per analizzare in che modo questo strumento addizionale possa essere utilizzato si farà riferimento al noto schema di Hicks-Hansen usato anche da Mundell in un articolo sull'uso stabilizzatore delle politiche monetarie e fiscali (13). Tuttavia mentre Mundell ipotizzava la perfetta mobilità dei capitali, qui si assumerà, secondo una pratica frequente nella letteratura economica, che i

(12) T. WILLETT, S. KATZ e W. BRANSON, *Exchange Rate Systems, Interest Rates, and Capital Flows*, in «Essays in International Finance», Princeton University, gennaio 1970.

(13) R. MUNDELL, *Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates*, in «Canadian Journal of Economics and Political Science», novembre 1963; cfr. anche *The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates*, in «Quarterly Journal of Economics», maggio 1960.

movimenti netti di capitale siano una funzione del differenziale dei tassi d'interesse (14).

La curva IS nel grafico è il luogo dei punti di equilibrio tra risparmi e investimenti; la curva LM è il luogo dei punti di equilibrio tra domanda e offerta di moneta; la curva EE è il luogo dei punti di equilibrio della bilancia dei pagamenti: essa è inclinata verso l'alto poiché le importazioni nette (di beni e servizi) sono una funzione crescente del reddito, mentre l'afflusso netto di capitale è una funzione crescente del saggio d'interesse (assumendo che il tasso d'interesse nel resto del mondo rimanga costante). A parità di propensione all'importazione, quanto maggiore è l'elasticità dei movimenti di capitale rispetto al saggio d'interesse, tanto minore è l'inclinazione della EE (15).

Si ha equilibrio sia interno sia esterno dove le tre curve coincidono (punto *a* nel grafico). Si faccia l'ipotesi che il sistema sia in equilibrio e che intervenga poi uno stimolo espansivo interno, ad esempio, un aumento della propensione interna all'investimento, oppure una politica fiscale espansiva con deficit di bilancio finanziato con debito pubblico. Ciò causa uno spostamento a destra della curva IS nella nuova posizione I'S'. Il nuovo punto di equilibrio sia interno che esterno è dato dalla intersezione delle curve I'S' ed EE (punto *b* nel grafico). La posizione iniziale della curva LM è irrilevante per la determinazione del nuovo punto di equilibrio: un saldo temporaneamente attivo della bilancia dei pagamenti accrescerà « automaticamente » la quantità di moneta, spostando la LM verso destra sino ad intersecare la I'S' e la EE nel nuovo punto di equilibrio *b*.

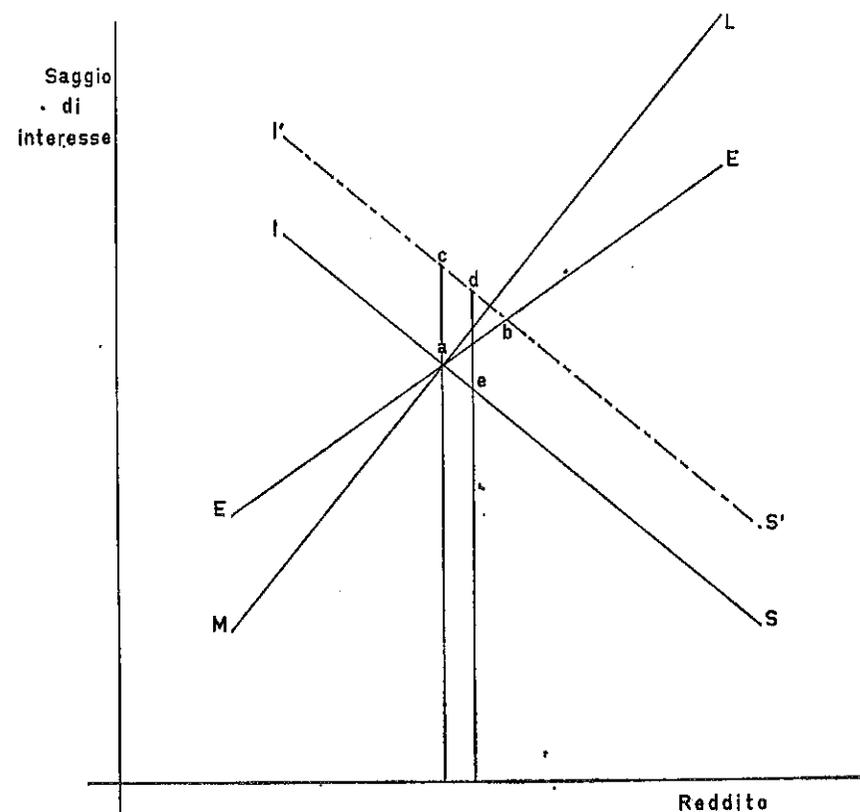
Data quindi la posizione della curva IS, che può essere alterata con la politica fiscale, esiste un sol punto in cui è possibile avere equilibrio sia interno che esterno, e questo punto è determinato, a parità di propensione ad importare, dall'elasticità dei flussi di capitale rispetto al saggio d'interesse. In questo modello la politica monetaria è inefficace, poiché ogni uso espansivo (restrittivo) di tale strumento è inevitabilmente accompagnato da un continuo deficit (surplus)

(14) Per una analisi critica di questa ipotesi, cfr., T. WILLETT e F. FORTE, *Interest Rate Policy and External Balance*, in «Quarterly Journal of Economics», maggio 1969.

(15) Nell'ipotesi estrema di mobilità perfetta dei capitali (come assumeva Mundell nell'articolo citato), cioè di elasticità infinita dei flussi di capitale rispetto a differenze nei saggi d'interesse, la curva EE sarebbe orizzontale.

nella bilancia dei pagamenti, e quindi potrebbe essere attuato tutt'al più su base temporanea.

E' interessante analizzare ora quali conclusioni si potrebbero trarre dallo stesso modello qualora si introducesse un mercato di cambio doppio in luogo di un cambio unico sia per le transazioni



correnti che per quelle finanziarie. Si parta ancora da una posizione iniziale di equilibrio (punto *a* nel grafico), si assuma per semplicità che nel punto *a* sia le transazioni correnti sia quelle di capitale siano in pareggio, e si consideri uno stimolo espansivo che sposti la curva IS nella nuova posizione I'S'. La nuova posizione di equilibrio sia interno che esterno sarà determinata ora non già dall'inclinazione della curva EE, come nel caso precedente, ma dalla politica seguita dalle autorità monetarie per quanto riguarda gli interventi nel mercato della valuta finanziaria. Se le autorità si astenessero

dall'intervenire, non potrebbe esservi per definizione alcun afflusso di capitale e il livello del reddito non potrebbe essere accresciuto senza incorrere in un continuo deficit nella bilancia dei pagamenti (si potrebbe avere equilibrio esterno e interno solo nel punto *c*). Potendo però regolare l'afflusso dei capitali indipendentemente dal livello del saggio d'interesse all'interno dell'economia con una appropriata politica di intervento nel mercato della valuta finanziaria, è possibile assicurare equilibrio sia interno che esterno ad ogni livello di reddito lungo la *PS'*.

Tuttavia, in ogni punto al di sopra della *EE* nel grafico, il cambio del mercato finanziario si situa al di sopra della parità, e viceversa, poiché, se tutte le transazioni avvenissero alla parità, al di sopra della *EE* si avrebbe un attivo globale della bilancia dei pagamenti, e viceversa. Come si è visto nel par. II, se le autorità acquistano sul mercato finanziario una quantità di valute estere pari al passivo corrente, e il cambio finanziario presenta un premio, l'organo d'intervento registra un profitto operativo; vi è dunque, pur restando invariate le riserve ufficiali, una riduzione della base monetaria pari al prodotto tra la valuta acquistata sul mercato finanziario e l'aggio del cambio finanziario rispetto alla parità di cambio.

Se quindi le autorità monetarie volessero stabilizzare il reddito a un livello inferiore a quello in cui si avrebbe equilibrio nella bilancia dei pagamenti, ad esempio al livello *d*, e nello stesso tempo mantenere invariate le riserve ufficiali, dovrebbero continuare a creare moneta con operazioni sul mercato interno per evitare una continua riduzione della quantità di moneta interna. Nel caso inverso, se si volesse cioè stabilizzare il reddito a un livello (superiore a *d*) tale da richiedere uno sconto del cambio finanziario per mantenere invariate le riserve ufficiali, l'organo d'intervento registrerebbe una perdita operativa i cui effetti espansivi sulla quantità di moneta dovrebbero essere neutralizzati con opportuni interventi di mercato aperto.

Si può notare che, nel modello considerato, è possibile variare il livello del reddito, senza perdita di riserve, con diverse combinazioni di politica monetaria e fiscale, definendosi le operazioni di mercato aperto in valuta estera come strumento di politica monetaria. Ad esempio, potrebbe aversi equilibrio con lo stesso livello di reddito sia nel punto *d* sia nel punto *e*. In genere, se si usa la politica monetaria per accrescere il livello del reddito, si potrà evitare una variazione nelle riserve solo deprimendo il cambio finanziario sotto la parità; se si usa invece la politica fiscale, il cambio finanziario

potrà anche salire sopra la parità, poiché in questo caso il saggio d'interesse interno sarà più elevato. Si può concludere che la politica monetaria, articolata in operazioni di mercato aperto sia in moneta nazionale sia in valute estere, potrebbe riacquistare una notevole efficacia come strumento stabilizzatore del reddito ove si istituisse un doppio mercato dei cambi (16).

IV. Conclusioni

Riassumendo, si può concludere che una delle caratteristiche più interessanti del mercato doppio è quella di consentire alle autorità di regolare, sia pure entro certi limiti, i flussi netti di capitali indipendentemente dai livelli relativi dei saggi d'interesse nei diversi paesi. Da un lato ciò può permettere di proteggere l'economia nazionale contro improvvisi e massicci afflussi di capitali dovuti a politiche monetarie eccessivamente espansionistiche adottate da altri paesi, e, dall'altro, può consentire una sostanziale autonomia nell'uso stabilizzatore della politica monetaria interna (17).

Si è visto che la manovra del cambio finanziario è efficace soprattutto come strumento di breve periodo, sia nello scoraggiare sia nell'incoraggiare afflussi di capitale (18). Nel lungo periodo, il

(16) Un altro aspetto da considerare è quello dell'«effetto di ricchezza» (wealth effect) a cui per brevità non si fa riferimento nel testo. Quando il saggio d'interesse interno aumenta, si ha un effetto di ricchezza *negativo* dovuto al calo nel valore di mercato dei titoli esistenti (assumendo che i privati siano creditori netti dello Stato, e quindi le perdite dei creditori privati superino i guadagni dei debitori privati), che contribuisce, assieme all'aumento stesso del saggio d'interesse, a ridurre la domanda interna. Quando invece, per evitare un deficit esterno, si ricorre ad acquisti di valute nel mercato finanziario piuttosto che alla manovra del tasso d'interesse, il conseguente deprezzamento del cambio finanziario ha un effetto di ricchezza *negativo* solo se i debiti totali di residenti in valuta sono maggiori dei crediti totali in valuta. Il doppio mercato può dunque essere utilizzato al fine di equilibrare la bilancia dei pagamenti senza generare pressoché alcuna ripercussione negativa sulla domanda interna.

(17) C'è inoltre da tener presente che i maggiori paesi industrializzati hanno come obiettivo anche la *struttura* dei conti con l'estero; vale a dire non si accontentano di un saldo estero globalmente in surplus, ma spesso desiderano un surplus nel conto corrente e un disavanzo nel conto capitale. In generale, una siffatta composizione della bilancia dei pagamenti non è raggiungibile con gli strumenti ora a disposizione delle autorità. Cfr. A. LAMPALUSSY, «Limitations of Monetary and Fiscal Policy», in *Maintaining and Restoring Balance in International Payments*, op. cit.

(18) Può essere interessante notare che, qualora l'obiettivo sia di incoraggiare un afflusso di capitali a breve, la manovra del cambio finanziario può essere molto efficace anche laddove non vi sia un mercato monetario ben sviluppato e competitivo — a differenza della manovra del saggio d'interesse. L'adozione del cambio finanziario può quindi risultare assai vantaggiosa anche per economie meno sviluppate e diversificate.

mantenimento di un ampio scarto tra il cambio finanziario e quello ufficiale può essere difficile in pratica, a causa dell'accresciuto incentivo all'evasione, nonché costoso per il bilancio pubblico. In generale il cambio finanziario, consentendo alle autorità di compensare squilibri nelle transazioni correnti con flussi compensatori di capitali privati, riduce o elimina gli effetti inflazionistici (deflazionistici) che altrimenti si avrebbero in presenza di un attivo (passivo) nella bilancia dei pagamenti. Ciò — così come la possibilità di controllare i flussi di natura speculativa — può consentire di dosare le politiche di stabilizzazione interna lungo un arco di tempo più lungo; vi è però il pericolo che la correzione di « squilibri fondamentali » venga proprio per questo dilazionata. E' da notare tuttavia che lo stesso allargarsi della differenza tra cambio finanziario e cambio ufficiale può rappresentare un automatico « campanello d'allarme » per le autorità, e d'altronde il costo per il bilancio statale derivante dal mantenimento di un differenziale troppo elevato può costituire un forte stimolo alla correzione della parità.

L'applicazione del cambio finanziario potrebbe anche essere desiderabile dal punto di vista dell'equità, riducendo le ingenti perdite, o i guadagni, di capitale che si verificano quando, con l'attuale sistema di cambi fissi, si varia la parità. Ciò avverrebbe qualora, con l'indebolirsi di una valuta, il cambio finanziario di quella valuta si deprezzasse progressivamente nel tempo — come è da attendersi, soprattutto se le autorità perseguissero una politica di compensazione automatica del deficit corrente — così che, al momento della svalutazione della parità, esso si troverebbe già ad un livello non troppo distante dalla nuova parità e potrebbe non subire grosse variazioni. In tal caso, verrebbe a mancare l'incentivo a larghi movimenti di capitali speculativi, si eviterebbe di premiare gli speculatori, e si ridurrebbero contemporaneamente le pressioni volte a dilazionare l'aggiustamento nella parità per motivi opposti (19).

(19) Per quanto riguarda la copertura a termine, si verrebbero a creare due mercati, uno per la valuta corrente e un secondo per quella finanziaria; i tassi nei due mercati potrebbero differire di molto. Qualora il cambio finanziario fosse deprezzato rispetto alla parità, il costo per la copertura a termine sarebbe normalmente inferiore a quello che si avrebbe con un tasso di cambio unico, nel caso che gli operatori si aspettassero una svalutazione nella parità. Con politiche ben coordinate, si potrebbero quindi incentivare più efficacemente nella direzione desiderata movimenti di capitali rispondenti a differenze nei saggi d'interesse. Le autorità potrebbero intervenire più agevolmente nel mercato a termine per la valuta corrente — senza dover operare anche in quello per la valuta finanziaria — e ridurre così il costo di copertura per le transazioni correnti.

Quanto alle altre soluzioni proposte per ridurre gli effetti squilibranti dei movimenti di capitale, quelle che sembrano aver maggiori probabilità d'essere adottate sono l'introduzione generale di controlli amministrativi di varia natura e l'allargamento al 3-4 per cento dei margini attorno alla parità.

Per quanto riguarda i controlli valutari, è da notare che l'imposizione di controlli selettivi su specifiche categorie di capitali introduce inevitabilmente distorsioni arbitrarie; inoltre, data la fungibilità delle diverse forme di capitale, i controlli selettivi sono soggetti a più facili evasioni di quanto non avvenga con il doppio mercato, nel quale si distingue semplicemente tra partite in conto corrente e partite in conto capitale. Occorre poi tener presente che i controlli selettivi sono di difficile eliminazione una volta introdotti, né possono essere cambiati facilmente per ovvie difficoltà amministrative. Al contrario, il doppio mercato è uno strumento assai flessibile, i cui effetti possono essere opportunamente dosati dagli interventi delle autorità monetarie nel mercato libero (20).

Il doppio mercato consente poi movimenti lordi di grossi importi, pur lasciando il movimento netto sotto il controllo delle autorità. Indipendentemente quindi dai flussi netti, si possono avere interscambi di capitali aventi natura diversa che accrescono la competitività nei mercati monetari e finanziari — e in tal modo la loro efficienza — dei diversi paesi (21).

Per quanto riguarda l'allargamento dei margini attorno alla parità, sembra dubbio che esso possa dare risultati altrettanto positivi del doppio mercato nel ridurre gli effetti indesiderati dei flussi finanziari (22). Si supponga, ad esempio, che un paese abbia un passivo corrente e desideri perseguire una politica monetaria restrittiva per ridurre la domanda interna. In tal caso le autorità, per evitare che

(20) Sia controlli selettivi sia il doppio mercato implicano costi amministrativi press'a poco identici.

(21) C. KINDLEBERGER, *Balance of Payments Deficits and the International Market for Liquidity*, in «Essays in International Finance», Princeton University, maggio 1965.

(22) Occorre sottolineare che l'ampliamento della fascia d'oscillazione dei cambi avrebbe essenzialmente la funzione di aiutare a correggere gli squilibri di natura congiunturale. Tassi d'inflazione divergenti e/o differenti elasticità delle importazioni rispetto al reddito possono condurre a squilibri strutturali nella bilancia dei pagamenti; tali squilibri devono essere corretti mediante opportuni cambiamenti della parità. Per una analisi degli effetti dell'allargamento dei margini e delle parità mobili, cfr. V. BARATTIERI e R. PATTI, *Verso un nuovo assetto del sistema monetario internazionale*, in «Economia Internazionale», maggio 1971; e il Rapporto degli Amministratori Esecutivi, *The Role of Exchange Rates in Adjustment of International Payments*, International Monetary Fund, 1970.

un afflusso di capitali neutralizzi la stretta monetaria, dovrebbero vendere valuta estera al fine di portare rapidamente il tasso di cambio al punto d'intervento superiore (23). Allora, assumendo che gli operatori prevedano un futuro deprezzamento nel breve periodo, si scoraggerebbero gli afflussi di capitali, nonostante il rialzo dei saggi d'interesse interni.

Peraltro, tali aspettative non sempre si realizzano. Quand'anche prevalessero, ne verrebbe scoraggiato solo l'afflusso di capitali a breve ma non quello a lungo termine (24). Infine, se vi è, come detto, un passivo nella parte corrente, un intervento volto a portare il tasso di cambio al suo limite superiore tenderà a peggiorare tale squilibrio richiedendo per giunta una notevole perdita di riserve. In questo stesso caso, con un doppio mercato si eviterebbe un afflusso di capitali indipendentemente dalle aspettative degli operatori economici e senza dar luogo a perdite di riserve, mentre il cambio per le transazioni correnti rimarrebbe grosso modo invariato.

Conclusioni favorevoli al doppio mercato possono raggiungersi anche nel caso di un paese che abbia un attivo corrente e desideri seguire una politica monetaria restrittiva. In tal caso, infatti, con un sistema di margini più ampi, una volta che il tasso di cambio avesse raggiunto il punto di intervento superiore, sarebbe poco realistico ipotizzare che gli operatori si attendano un deprezzamento del tasso di cambio, e quindi non vi sarebbe disincentivo alcuno agli afflussi di capitali.

VITTORIO BARATTIERI e GIORGIO RAGAZZI

(23) L'apprezzamento del tasso di cambio dovrebbe effettuarsi in brevissimo tempo per evitare un afflusso speculativo di capitali; tuttavia ciò non sarà sempre facilmente attuabile, poiché le vendite di valuta devono essere coordinate con le vendite di titoli e l'aumento del saggio di interesse interno.

(24) Dalla Tavola I si rileva infatti come un calo nel saggio d'interesse dal 6 al 5 per cento su una rendita perpetua assicura un guadagno di capitale del 17 per cento, più che sufficiente a compensare una eventuale perdita sul cambio del 3-4 per cento.