

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI SIENA

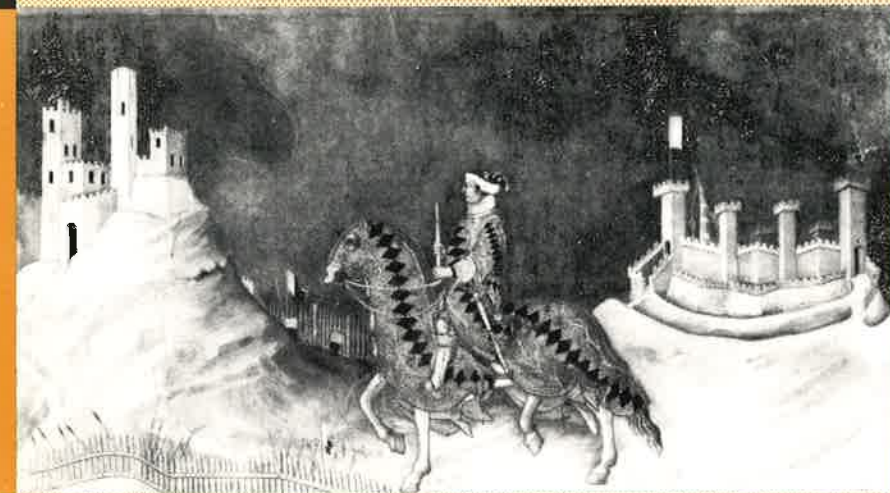


QUADERNI DEL DIPARTIMENTO
DI ECONOMIA POLITICA

Agostino D'Ercole

IL CONCETTO DI INTEGRAZIONE
FINANZIARIA INTERNAZIONALE

Problemi e prospettive



QUADERNI DEL DIPARTIMENTO DI ECONOMIA POLITICA

COMITATO SCIENTIFICO

**MARCELLO DE CECCO
MASSIMO DI MATTEO
RICHARD GOODWIN
SANDRO GRONCHI
MICHIO MORISHIMA
MARIO NUTI
LIONELLO PUNZO
SILVANO VICARELLI**

Redazione: Dipartimento di Economia Politica, Piazza S. Francesco, 17
- 53100 Siena - tel.0577/298620

La Redazione ottempera agli obblighi previsti dall'Art.1 del D.L.L.
31.8.45 n.660

Le richieste di copie della presente pubblicazione dovranno essere
indirizzate alla Redazione

I Quaderni del Dipartimento di Economia Politica dell'Università di
Siena vengono pubblicati come servizio atto a favorire la tempestiva
divulgazione di ricerche scientifiche originali, siano esse in forma
provvisoria o definitiva. I Quaderni vengono regolarmente inviati a tutti
gli istituti e dipartimenti italiani, a carattere economico, nonché a
numerosi docenti e ricercatori universitari. Vengono altresì inviati ad
enti e personalità italiane ed estere. L'accesso ai Quaderni è approvato
dal Comitato scientifico, sentito il parere di un referee.

(Dal 1979 a tutto il 1987 la denominazione della presente Collana è
stata: "Quaderni dell'Istituto di Economia". La numerazione progressiva
rimane tuttavia la stessa).

Agostino D'Ercole

**IL CONCETTO DI INTEGRAZIONE
FINANZIARIA INTERNAZIONALE
Problemi e prospettive**



Siena, ottobre 1990

Il concetto di integrazione finanziaria internazionale.
Problemi e prospettive.

Premessa¹.

Non è intenzione di queste pagine ricostruire storicamente l'evoluzione del concetto di integrazione finanziaria internazionale (IFI)² né tantomeno compiere una rassegna della letteratura sull'argomento³. Si analizzeranno i principali indirizzi di ricerca in questo campo per esplicitare i criteri di scelta adottati e il livello di coerenza che presentano le soluzioni proposte.

Questa impostazione si ritiene necessaria poiché le definizioni utilizzate, soprattutto analizzando le indagini empiriche, rinviano, per larga parte, a ipotesi non completamente esplicitate o parziali; inoltre sempre incerto è il criterio se le definizioni adottate derivino da un campo autonomo di ricerca o piuttosto siano l'estensione in campo finanziario del concetto di integrazione reale⁴.

Il lavoro si articola in due parti principali.

Nel primo parte si analizza la Legge dell'Unico Prezzo (LOP) come approccio microeconomico alla integrazione finanziaria internazionale, ponendo in evidenza i limiti e le insufficienze di tale approccio. Nella seconda parte si indagano le impostazioni macro-economiche all'integrazione con particolare riferimento ai problemi dell'interdipendenza. Inoltre, sempre all'interno di un contesto macro-economico si è analizzato l'approccio più recente in fatto di integrazione. Quest'ultimo indirizzo considera l'integrazione come un

¹Desidero ringraziare il prof. Casprini per le utili discussioni avute e per le osservazioni fatte. Come al solito, la responsabilità di quanto contenuto in questo scritto è interamente mia. Questo lavoro usufruisce dei finanziamenti MPI 60%.

²Per una analisi storica esauriente del concetto generale di integrazione cfr. MACHLUP (1977). Una esposizione concisa si trova sempre in MACHLUP (1978) pag.2-35.

³Cfr. su questo punto KENEN (1976), ALIBER (1978) e LLEWELLYN (1980).

⁴Per una analisi, anche storica, del concetto di integrazione cfr. l'opera pionieristica di VINER (1950), MEADE (1955) e BALASSA (1961a); per una breve rassegna sugli sviluppi più recenti cfr. GANDOLFO (1985) pag. 185-202. Particolare rilievo va posto per l'analisi collegata al commercio intraindustriale; cfr. CIPOLLETTA-CALABRESI (1984), GRAY (1988), BALASSA-BAUWENS (1988).

bene pubblico ad offerta scarsa in un contesto in cui agiscono attori (gli stati) il cui comportamento può essere studiato attraverso la "teoria dei giochi".

1.1 L'approccio della legge dell'unico prezzo (LOP).

Il punto di avvio della analisi parte da una premessa necessaria: studiare l'integrazione finanziaria internazionale significa spiegare le cause e le modalità con le quali stati e regioni sovrani, collegano i reciproci mercati finanziari attraverso un movimento di capitali. Ciò significa esplicitamente che l'oggetto del movimento dei capitali che qui interessa è inerente l'acquisto di attività e passività finanziarie⁵ e se tali operazioni avvengono fra i diversi stati come se vi fosse un unico mercato oppure se i singoli mercati rimangono segmentati e collegati più o meno debolmente per mezzo dei movimenti di capitale⁶.

Si ritiene necessario insistere su di un punto: affinché vi sia integrazione fra due mercati è necessario che fra i due mercati in esame vi sia scambio diretto di attività e passività finanziarie. Con ciò si vuole affermare che qualora lo scambio avvenga indirettamente attraverso un terzo mercato, il caso tipico è quello dell'Euromercato ove al movimento di acquisizione di attività finanziarie diretta fra paesi si sostituisce quello indiretto su tale mercato, si deve più propriamente parlare di collegamento fra mercati i quali rimangono, nella sostanza incommunicanti, e quindi non di integrazione come se vi fosse un solo mercato. Ciò non toglie che la formazione dei prezzi, qualora vi fosse perfetto funzionamento dell'arbitraggio, avverrebbe come se il mercato fosse uno solo⁷.

⁵Una distinzione fra movimento di capitale reale (capital good) e capitale (claims) è contenuta in KENEN (1976) pag. 4-7.

⁶In uno dei primi lavori apparsi sull'integrazione finanziaria internazionale INGRAM (1962) così scriveva "The objective of financial integration is to link the financial markets ... so closely together that securities of one nation will be freely bought and sold ... with their prices and yield being determined in competition with other securities of similar quality and maturity. Integration of financial markets would lead to one-price system for securities of given type..". Vedi anche ALIBER (1978) pag. 448 e 449 e LLEWELLYN (1980) pag. 195.

⁷Differente è ad esempio la convinzione di KENEN (1976) pag. 10 quando fa propria la definizione di ALLEN (1976) "Two markets can be integrated indirectly, if each of the two securities is regarded as a

Ciò porta alla prima considerazione sull'integrazione finanziaria internazionale: se l'acquisto e la vendita di attività finanziarie avviene come se esistesse un solo mercato deve esistere un solo prezzo per tali attività; l'unica differenza che può esservi fra i prezzi è quella imputabile ai costi di transazione. Tuttavia si può anche affermare che se esiste un solo prezzo non è detto che esista integrazione⁸. Possiamo fare a questo proposito due esempi che chiarificano la questione.

Se prendiamo in considerazione due paesi e verifichiamo che i prezzi delle attività finanziarie, oggetto della nostra analisi, presentano mutamenti simili nell'arco di tempo considerato potremmo inferire che la legge dell'unico prezzo è vigente e che i mercati sono integrati. Tuttavia questo stesso risultato si potrebbe avere con la presenza di due mercati segmentati ma con aspettative simili da parte degli operatori del due paesi (caso più frequente fa riferimento alle aspettative inflazionistiche) per cui l'evidenza empirica sarebbe la stessa ma la sostanza, l'integrazione, rimarrebbe da dimostrare. Infatti ciò significherebbe che il mercato dei cambi è efficiente nel senso che la variazione dei prezzi porta a variazioni nei rendimenti sui titoli denominati in diverse monete e quest'ultime sono pienamente riflesse nella differenza fra il tasso di cambio a pronti e quello a termine⁹.

Analogamente possiamo avere una situazione in cui esistano mercati efficienti in grado di scontare rapidamente l'insieme delle informazioni; anche in questo caso avremmo come risultato una situazione che presenta per le attività finanziarie prese in esame una variazione

substitutes for a third securities". Ciò è sicuramente vero se questo avviene all'interno di un medesimo paese poiché il mercato finanziario è lo stesso; diversamente è quando l'emissione dei titoli avviene su due mercati diversi internazionalmente che per essere integrati devono essere direttamente collegati. Infatti si può affermare che attraverso un terzo mercato il processo di equalizzazione dei prezzi dei fattori (in questo caso dei prezzi dei titoli oggetto di compravendita) si realizza ma non è corretto affermare che questo è il contenuto della integrazione economica che invece deve essere dimostrato. Per usare le parole di KINDLEBERGER (1974) pag. 113 "This may well mean that New York and Paris are integrated with New York and Frankfurt. They do not convey me that Paris and Frankfurt are integrated". Cfr. inoltre KINDLEBERGER (1989) pag. 74 e 75; Cfr. ancora KINDLEBERGER (1987) pag. 80 e 81.

⁸Sulla non reversibilità della legge dell'unico prezzo cfr. in particolare KINDLEBERGER (1974) pag. 114 e 115.

⁹Ciò comporta che i saggi reali di rendimento rimangono invariati e nessun movimento di titoli ha luogo.

Identica di prezzo senza che sia avvenuto alcun movimento di capitali¹⁰ poiche' le variazioni di prezzo anticipano il movimento di capitali. Occorre quindi sottolineare come sia condizione necessaria per la validita' della legge dell'unico prezzo che il mercato sia efficiente ma che di per se' l'efficienza del mercato non comporta integrazione dei mercati. Tuttavia affinche' il mercato possa valutare appieno la qualita' di attivita' finanziarie collocata su due paesi e fare in modo che progressivamente si pervenga ad un unico prezzo, vi e' la necessita' materiale di un continuo movimento fra i due paesi delle diverse attivita' finanziarie. In altre parole il movimento dei capitali si presenta come elemento riequilibratore (arbitraggio) sul mercato internazionale. Tanto piu' rapidamente e in modo relativamente piu' consistente, per una data variazione dei rendimenti, si verifica uno spostamento di capitali da una nazione all'altra tanto piu' efficace risulta il meccanismo di determinazione della LOP. In sintesi qualora la sensibilita' ex-ante agli stimoli (variazione dei prezzi sia in termini di saggi di interesse o di saggi di rendimento) e' elevata, al limite infinita, tanto piu' i mercati sono integrati¹¹. Occorre comunque ribadire che la mobilita' (anche perfetta) e' condizione necessaria ma non sufficiente per avere i mercati integrati come si vedra' piu' oltre.

Ma lo stesso concetto di mobilita' (qui intendiamo perfetta) non puo' non poggiarsi sul concetto di perfetta sostituibilita': ovvero si ha perfetta mobilita' quando i due titoli considerati sono considerati uno perfetto sostituto dell'altro. E affinche' cio' possa determinarsi e' necessario innanzitutto che quell'insieme di barriere che intercorrono fra paesi (diversita' del sistema di tassazione, diversi regimi di

¹⁰Cfr. KENEN (1980) pag. 14. Un approccio che vede nell'efficienza dei mercati il cuore dell'integrazione e' contenuta in LOGUE, SALANT e SWEENEY (1976) pag. 95-98 in cui sostengono che "...this concept of integration ignores flows and concentrates on prices, specifically on interest rates. this concept involves, in essence, a notion of market efficiency which suggest that prices of financial markets instantaneously to new information, perhaps even in the absence of international capital flow." "...the responsiveness of interest rates in separate national markets to changing international conditions is essentially what we mean here by international integration of financial markets."

¹¹Sulla mobilita' intesa come rapidita' o sensibilita' dei movimenti di capitali a variazioni dei rendimenti cfr. MACHLUP (1972) pag. 3 e MACHLUP (1978) pag. 8. Ovviamente la quantita' di capitali movimentata e' il risultato ex-post di quel grado di mobilita'.

proprietari, controlli sul e regolazione dei movimenti di capitale etc...) siano del tutto mancanti altrimenti si verificherebbero distorsioni piu' o meno significative fra i prezzi delle attivita' finanziarie prese in considerazione. L'abolizione delle barriere fra stati consente inoltre di ridurre il rischio connesso alla appartenenza delle attivita' finanziarie a due mercati differenti. Qualora gli operatori percepissero una diversita' di rischio valuterebbero le attivita' finanziarie trattate come diverse e quindi i mercati si presenterebbero segmentati. Ma non basta l'abolizione delle barriere per rendere omogenei¹², identici, i diversi titoli trattati. Altre condizioni sono necessarie. Innanzitutto bisogna che non vi sia rischio collegato al cambio. Le possibili variazioni del tasso di cambio producono incertezza sui reali valori futuri delle attivita' finanziarie per cui una perfetta integrazione finanziaria deve avere come presupposto una unita' monetaria dei paesi interessati alla integrazione. Infatti in presenza sia di cambi rigidi che flessibili la variazione del cambio e' sempre possibile (in modo discontinuo, e a volte consistente, nel primo caso, e permanente nel secondo¹³). Anche la condizione di mercati del cambio efficienti, per cui la variazione dei tassi di cambio previsti riflette le variazioni nei tassi di interesse, o come altrimenti proposto che lo scarto fra tasso di cambio a pronti e quello a termine riflette perfettamente la variazione dei tassi di interesse (interno ed estero)¹⁴, non elimina la incertezza sull'andamento del tasso di cambio¹⁵. E l'incertezza sul cambio influenza consistentemente il grado di sostituibilita'¹⁶. Cio' puo' portare a

¹²L'omogeneita' fra titoli emessi su mercati nazionalmente diversi e' condizione necessaria affinche' i diversi mercati funzionino come se fosse uno unico, poiche' per avere un mercato occorre avere un solo bene.

¹³Nelle analisi empiriche che prevedono la copertura del rischio di cambio e quindi il pagamento di un premio si ha che in presenza di cambi fluttuanti il premio e' sistematicamente piu' elevato. Cfr. ALIBER (1978) pagg. 458-464.

¹⁴Cfr. ROLL e SOLNIK (1977).

¹⁵In questo caso dovremmo avere nella indagine empirica la mancanza di premi per avere un mercato dei cambi efficiente. Secondo ALIBER (1978) pag. 460 la efficienza del mercato dei cambi si puo' avere anche con la presenza di premi purché questi siano proporzionati al rischio di cambio.

¹⁶In particolare nel caso dei cambi flessibili l'incertezza sembra essere sistematicamente piu' elevata. Cfr. ALIBER (1975) pag. 371.

movimenti di capitale, pur in presenza di un mercato segmentato, ma non isolato, se i rendimenti delle obbligazioni estere tendono a mantenere un differenziale di interesse nei confronti delle obbligazioni interne. Possiamo qui ribadire che se i mercati finanziari sono perfettamente integrati il mercato dei cambi deve essere necessariamente efficiente ma non possiamo dedurre il rovescio, ovvero l'efficienza e' una caratteristica di uno stato (integrazione finanziaria internazionale) che e' presupposto e che deve essere dimostrata. Infatti se i mercati dei cambi compensassero le variazioni dei tassi di interesse verrebbe a mancare una delle condizioni necessarie per avere una perfetta integrazione finanziaria: il movimento di capitali da un mercato all'altro.

Ma la perfetta sostituibilita' fra una coppia di attivita' finanziarie richiede che l'insieme delle informazioni relative al rendimento presente e futuro dei titoli sia perfettamente conosciuto dagli operatori e che le nuove informazioni si diffondano istantaneamente, o comunque molto rapidamente. Inoltre l'accesso alle informazioni deve non essere costoso e libero per tutti gli operatori¹⁷. Questo consente che il mercato si configuri come caratterizzato da "price taker" con assenza di monopoli o oligopoli che possono praticare politiche di prezzo che invece non sono consentite nell'approccio della LOP.

Un'ultima notazione sui concetti di sostituibilita' e mobilita'. Spesso i due concetti vengono considerati come intercambiabili¹⁸; va notato tuttavia che il criterio della perfetta sostituibilita' e' piu' ampio in quanto, e' necessaria, per la sua validita', la condizione della parita' dell'interesse senza copertura, mentre nel caso di perfetta mobilita' vi deve essere la copertura a termine¹⁹.

Per ultimo dobbiamo considerare che interno al concetto di perfetta sostituibilita' vi e' quello della perfetta trasferibilita' dei titoli stessi²⁰.

¹⁷Tra gli operatori una particolare notazione deve essere fatta per la Banca centrale poiche' dal suo comportamento puo' dipendere sia il tasso di cambio che il livello del tasso di interesse. Nel contesto ora delineato il comportamento della Banca Centrale deve essere assunto come "profit maximizer". Cfr. LEVICH (1979) pag. 249 e CASPRINI (1984) pag. 10 e 11.

¹⁸Cfr. ALLEN e KENEN (1980) pag. 28.

¹⁹Cfr. GANDOLFO (1986) pag. 494.

²⁰I concetti ora richiamati di mobilita', sostituibilita', trasferibilita', libero commercio (assenza di barriere) sono stati gli

La perfetta sostituibilita' e mobilita' dei flussi internazionali dei capitali che consente attraverso il commercio diretto il formarsi di un unico prezzo e' un concetto mutuato dall'analisi dei meccanismi di integrazione reale. In particolare si fa riferimento all'equalizzazione dei prezzi dei fattori²¹ con la diversita' che ora l'oggetto dell'indagine e' di carattere finanziario.

1.2. Un approccio laterale.

Nel corso degli anni '80 si sono venute sviluppando nel mondo finanziario interno ai singoli paesi e soprattutto a livello internazionale due nuove condizioni che cercano di dare ulteriormente senso e concretezza all'approccio della LOP. Si tratta della introduzione nei meccanismi di mercato dell'uso dei processi informatici e telematici e dall'intensificazione delle innovazioni finanziarie da un lato e dall'altro della crescita considerevole e costante per tutto il decennio della cosiddetta "deregulation"²².

elementi fondanti delle diverse definizioni di integrazione finanziaria internazionale. Il dibattito circa le scelte adottate risale sin dall'inizio dello studio di questi problemi. In particolare si veda BALASSA (1961 b) pag. 1-5 e BALASSA (1961a) pag. 1; questo autore sceglie come criterio per l'integrazione "Regarded as a process...to abolish discrimination between economic units belonging to different national states; viewed as a state of affairs, it can be represented by the absence of various form of discrimination between national economies". E per ottenere la sparizione delle discriminazioni fra stati l'attenzione si deve porre sul comportamento degli stati per verificare se procedono o meno in questa direzione. Diversamente TINBERGEN (1954) pag. 119 poggia la sua ipotesi di integrazione internazionale sul concetto di libero scambio. Non vi e' dubbio che il criterio adottato di Balassa sia piu' estensivo di quello di Tinbergen. Sul concetto di trasferibilita' si basa il lavoro di SCITOVSKY (1969) pag. 90. Sui criteri di sostituibilita' abbiamo i lavori di ALLEN (1976) pag. 19 e di KENEN (1976) pag. 10 e 11 e ALLEN-KENEN (1980) pag. 14. Il concetto piu' esaustivo di integrazione economica internazionale che include tutti i criteri sopra accennati e' quello della equalizzazione del prezzo dei fattori (factor price equalization) adottato innanzitutto da MYRDAL (1956) pag. 11, da MUNDELL (1963) pag. 475 e 476, da KINDLEBERGER (1963) pag. 190-193 e (1974) pag. 103 e 104, da INGRAM (1963) pag. 179 e 190 e SWOBODA (1978) pag. 108 e 109. Negli anni piu' recenti quest'ultimo criterio si e' sviluppato soprattutto sul versante della verifica delle condizioni di efficienza del mercato.

²¹Per una trattazione formale della Factor price equalization cfr. SAMUELSON (1948) (1949) e TINBERGEN (1949).

²²Non si vuole trattare qui l'evoluzione e gli aspetti qualitativi della "deregulation" e dei processi di innovazione finanziaria. Si

La relazione che e' possibile stabilire con la LOP risiede nelle nuove condizioni di funzionamento che vengono a determinarsi sul mercato.

Le nuove tecnologie consentono lo spostamento di fondi in tempo reale e a costi di transazione pressoché nulli; inoltre l'insieme delle informazioni può diffondersi istantaneamente su tutti i mercati e presso tutti gli operatori. Ma vi è di più. In generale l'uso delle nuove tecnologie ha consentito lo sviluppo di nuovi servizi finanziari stimolando così una specializzazione dell'offerta e soddisfacendo in modo più articolato i desideri della domanda. In tal modo è cresciuta la deregolamentazione dei mercati e si sono sviluppati nuovi campi di intervento sia per gli intermediari bancari che per quelli non istituzionali.

Tutto ciò ha prodotto profonde modificazioni di esistenza del mercato rendendolo più efficiente in quanto ha reso la concorrenza fra gli operatori più elevata²³. Queste condizioni consentono anche di agire 24 ore su ventiquattro su tutti i mercati collegandoli ancora più strettamente²⁴ favorendo anche lo sviluppo dei mercati secondari che sono necessari per poter avere una corretta valutazione delle attività finanziarie. Permettono inoltre ad un operatore di poter agire senza dover essere presente materialmente sui diversi mercati finanziari soddisfacendo le richieste del consumatore attraverso ordini impartiti in tempo reale. Inoltre se i prezzi e i rendimenti delle attività finanziarie esprimono compiutamente le informazioni disponibili sul mercato²⁵, la diffusione pressoché istantanea di tali informazioni non discrimina gli operatori. Ciò comporta la impossibilità di azioni specifiche sui prezzi (prezzi discriminanti) che invece si basano su pratiche oligopolistiche o su informazioni non uniformemente distribuite.

Come abbiamo cercato di argomentare le innovazioni tecnologiche e finanziarie e la "deregulation" hanno rafforzato una interpretazione

vuole solo cogliere quegli aspetti che contribuiscono a rafforzare il punto di vista dell'efficienza dei mercati finanziari e quindi della LOP.

²³Cfr. PORTA (1986) pag. 348 e 349, DINI (1986) pag. 399-402, LLEWELLYN (1988) pag. 331 e GOBBI-ONADO (1988) pag. 280 e 281, .

²⁴Si intende qui il processo di globalizzazione. Cf. GOBBI-ONADO (1988) pag. 281, LLEWELLYN (1988) pag. 338

²⁵Cfr. FAMA (1970), KENEN (1976) pag. 12 e FARBER-ROLL-SOLNIK (1977) pag. 236.

dell'integrazione finanziaria internazionale basata sulla equalizzazione dei prezzi dei fattori in quanto libero scambio fra i beni finanziari, un aumento delle tipologie a disposizione, un mercato decisamente più ampio, un aumento della concorrenza, maggiore uniformità dei gusti (in questo caso potremmo dire portafogli finanziari più simili poiché le rispettive composizioni tendono ad essere composte di un mix di attività interne ed estere) e quindi una maggiore efficienza dei mercati fanno sì che ci debba essere un unico prezzo per ogni bene sui due mercati e ciò significa appunto che vi deve essere un solo prezzo per ogni fattore sui due mercati.

Tuttavia la "factor price equalization" risulta essere condizione necessaria ma non sufficiente; occorre infatti che vi sia la disponibilità o la volontà degli operatori a compiere le operazioni finanziarie²⁶, e che queste debbano avvenire con un'ampiezza tale da realizzare l'arbitraggio completo e determinare un prezzo di equilibrio.

Ma se introduciamo nel quadro analitico la disponibilità allora anche lo stesso concetto di integrazione finanziaria come analizzato fino ad ora può cambiare di segno: se integrazione significa il modo con cui due mercati sono fra di loro collegati, se vi è disponibilità e ampiezza di portafoglio sufficiente, nulla vieta che il legame fra due mercati possa stabilirsi anche in presenza di forme di mercato non concorrenziali e di prezzi che non portano in equilibrio il mercato.

Se consideriamo l'approccio di portafoglio, in condizioni di efficienza del mercato dei cambi, nel misurare l'integrazione finanziaria possiamo vedere che se fra i prezzi dei titoli vi fosse piena correlazione, allora, a parità di altre condizioni, il rischio complessivo del portafoglio non varierebbe al variare dei prezzi e non vi sarebbe alcun movimento di capitali da un paese all'altro. Diversamente qualora un operatore avesse già minimizzato il rischio complessivo del proprio portafoglio ovvero avesse già adeguato il proprio stock di capitali a quello desiderato egli non sarebbe disposto a muoversi da quella posizione anche se si fosse in presenza di un differenziale nei rendimenti dei titoli oggetto di trattazione sollevando così problemi di razionamento e di mercati non

²⁶E' importante rilevare che se anche non vi fossero impedimenti governativi al movimento dei fattori o distorsioni di prezzo dovute a regimi fiscali particolari possono essere gli stessi fattori a discriminarsi. Cfr. KINDLEBERGER (1974) pag. 103 e 106; cfr. inoltre KENEN (1978) pag. 228.

in pieno equilibrio²⁷. Analogamente possiamo supporre che se esistono differenziali fra i rendimenti dei titoli e i portafogli degli operatori non sono in condizioni di ottimo (massimizzazione del rendimento a parità di rischio) allora indipendentemente dalla configurazione del mercato, del grado di sostituibilità fra i titoli e quindi del livello di informazioni possedute, un collegamento fra i mercati può stabilirsi. I mercati possono risultare contemporaneamente integrati e segmentati allo stesso tempo²⁸.

1.3. Validità della LOP?

I problemi ora posti pongono interrogativi sulla validità dell'approccio della LOP e cioè su più versanti che riguardano la natura dell'oggetto trattato, il comportamento degli agenti di questo mercato in riferimento al problema delle informazioni.

Vi è una prima osservazione che esclude l'uso della legge dell'unico prezzo quale strumento per indagare e verificare empiricamente il livello di integrazione dei mercati. Essa si poggia sull'assunto che affinché due titoli o due attività finanziarie abbiano lo stesso prezzo debbono essere uguali in tutti gli aspetti; se così fosse si dovrebbe dire che le diversità di prezzo non attengono a segmentazioni del mercato ma a diversi gradi di eterogeneità delle attività trattate²⁹: eterogeneità dovute alla pluralità di soggetti emittenti titoli o pluralità di titoli con il conseguente problema dei livelli di informazione adeguati per poter valutare correttamente i rendimenti.

Tuttavia ci pare essere questa una osservazione di tipo marginale. Più corposa sembra essere quella relativa alla natura dell'oggetto del mercato.

²⁷Cfr. Cfr. STIGLITZ-WEISS (1981) e STIGLITZ (1987) pag.6 e GANDOLFO (1986) pag. 258. Si utilizza la dizione "mercati non in pieno equilibrio" perché si vuole sottolineare come in condizioni di selezione avversa, che può verificarsi per una dipendenza della qualità dal prezzo, l'equilibrio sarà caratterizzato da un solo prezzo ma anche da una differenza fra domanda e offerta e quindi da razionamento. Qui il concetto di equilibrio, come sottolinea STIGLITZ (1987 pag. 27-29), assume connotati diversi rispetto alla tradizionale teoria neoclassica.

²⁸Cfr. ALIBER (1978) pag. 468.

²⁹Cfr. KENEN (1976) pag. 9 nota, (1978) pag. 228.

Se consideriamo la "factor price equalization" sappiamo che essa si afferma alla condizione che l'offerta dei fattori produttivi sia scarsa ovvero limitata. Stando così le cose le offerte di beni si adeguano ai livelli di domanda desiderata. Diversamente si presenta il caso della moneta bancaria, poiché essa non trova limiti nei costi di produzione: assumendo la moneta puramente il carattere di convenzione sociale la sua offerta può trovare un limite nell'azione discrezionale della Banca Centrale del singolo paese e nel comportamento delle banche di deposito. Da questo punto di vista non sembra essere corretto l'uso degli schemi di equilibrio quando l'oggetto della contrattazione è la moneta. Ma non solo questo.

Poiché la creazione di moneta di credito è imperniata sul ruolo delle banche di deposito si può assumere che il rapporto che caratterizza l'erogazione di tale attività finanziaria (e le modalità ed il costo a cui è emessa influenza in modo determinante il mercato dei titoli) sia svincolato da criteri di mercato o di tipo contrattuale³⁰. Ciò comporta che se la "deregulation" sembra spingere il mercato verso una specializzazione e una maggiore concorrenza, in effetti si può arrivare a risultati rovesciati: di fronte alla concorrenza che tende a sottrarre risparmio, le banche di deposito sono costrette a proteggere la clientela preferita sia in termini di attivo che passivo. Altrettanto può avvenire di fronte ad un innalzamento del saggio di interesse prodotto dalla Banca Centrale. Si possono avere quindi due risultati in forte contrasto con le teorie neoclassiche della LOP: razionamento del credito in quanto le banche tenderanno a tagliare quella parte della clientela che dà meno garanzie e spostamento della banca verso i nuovi settori per non dover essere razionata nella raccolta del risparmio che rischierebbe di mettere in forse il finanziamento della clientela migliore. La soluzione che il mercato sembra stimolare è quella di "banca universale" che ha più probabilità di prevalere sulle specializzazioni.

Due ulteriori considerazioni possono essere rivolte circa la costituzione dei mercati finanziari internazionali che pongono interrogativi consistenti alla fattualità della legge dell'unico prezzo.

³⁰Cfr. DE CECCO (1986) pag. 171, (1987) pag. 4.

Nella sue descrizioni storiche del costituirsi materialmente dei centri finanziari Kindleberger³¹ pone in evidenza come l'allargamento dei mercati e la riduzione dei costi di trasporto e la diffusione delle informazioni sono state lo stimolo per un abbattimento dei centri intermedi del commercio favorendo così il rapporto diretto fra compratore e venditore. Diversamente stanno le cose per i mercati della moneta e dei capitali i quali tendono a organizzarsi in forma gerarchica³² ovvero a sviluppare un centro finanziario che consenta le transazioni indirette. Questo è favorito dal fatto che i costi di trasporto, nel caso della moneta e dei capitali (e soprattutto grazie alle nuove tecnologie), sono irrisori; le stesse informazioni, che sono costose, tendono a concentrarsi ma al contempo possono garantire economie di scala più ampie per la moneta che per i beni; il costo per la ricerca di compratori e venditori tende a ridursi drasticamente; inoltre quel singolo mercato tende ad una specializzazione che pone fuori mercato altre piazze³³. L'evidenza più pregnante di ciò sta nell'importanza che alcune piazze finanziarie hanno assunto nel mondo. Si può aggiungere che non solo i centri finanziari tendono a svilupparsi in forma gerarchica ma che all'interno di ogni singolo mercato le stesse informazioni non si distribuiscono uniformemente ma si concentrano³⁴ dato l'alto costo dell'acquisizione di tali informazioni e i vantaggi che derivano dalla diversità di informazioni possedute. Ma la stessa configurazione a carattere gerarchico e la concentrazione delle informazioni possono portare ad una segmentazione della domanda poiché ciò può rendere difficoltoso e a volte impossibile l'accesso ai finanziamenti di imprese di dimensioni minori che restano di fatto escluse dal ricorso diretto ai finanziamenti internazionali³⁵.

³¹Cfr. KINDLEBERGER (1989) pag. 67-94.

³²Cfr. KINDLEBERGER (1989) pag. 80, (1963) pag. 203-205.

³³La specializzazione può essere desunta dalla presenza di intermediari favorita da costi di transazione troppo elevati, dai costi di assunzione delle informazioni e del carattere asimmetrico della loro distribuzione fra acquirenti ed offerenti. Vedi comunque su questi problemi TONVERONACHI (1968) cap. 3.

³⁴Cfr. GOODHART (1987) pag. 8 ove definisce questa situazione "one-stop financial markets".

³⁵Cfr. TONVERONACHI (1988) pag. 49 "...il problema che si pone è che mentre i potenziali debitori hanno interesse a esaltare le qualità del progetto di cui chiedono il finanziamento, ..., i potenziali

La caratteristica di soggetti concorrenziali specifica della legge dell'unico prezzo viene meno e gli operatori da "price taker" possono diventare "price maker". Anche se assumiamo la condizione che sul mercato agiscano soggetti atomistici si può supporre che non tutti siano in grado di valutare con certezza e correttezza una transazione poiché la conoscenza del mercato può essere imperfetta o perché i soggetti possono valutare il mercato in modo differenziato o perché il costo di assunzione delle informazioni può essere per alcuni troppo elevato³⁶. In questo caso anche se i beni o i titoli sono omogenei in tutti i particolari il compratore non è in grado di fare completo arbitraggio. Ma non solo questo: si possono sviluppare, date le diverse

prestatori non hanno diretto accesso alle informazioni in oggetto, e devono quindi effettuare valutazioni ex ante basate sul semplice riferimento all'esperienza passata... e l'equilibrio potrebbe non essere possibile o, comunque, potrebbe non essere ottimale".

³⁶Il caso che viene preso in considerazione dalla impostazione neoclassica è quello in cui le informazioni sono senza costo da consentire la trasmissione completa ed istantanea delle informazioni ovvero occorre che il prezzo sia un operatore efficiente nel senso che è in grado di trasmettere tutte le informazioni disponibili. Cfr. FAMA (1976) pag. 133, 134 e 140, e LEVICH (1979) pag. 246. Inoltre quando un mercato è pienamente efficiente, con informazioni non costose, non è necessario che tutti gli operatori siano egualmente informati. Infatti sarà il comportamento degli operatori informati, purché in numero sufficientemente grande da consentire l'arbitraggio completo, che permetterà di definire il prezzo di mercato che anche gli operatori non informati repenteranno corretto. Tuttavia la non costosità dell'informazione deve essere oltre che condizione sufficiente anche necessaria. Ma ciò non può essere poiché l'informazione risulta importante proprio quando richiede dei costi e la costosità delle informazioni fa sì che il processo di formazione dei prezzi non sia in grado di trasmettere pienamente tutte le informazioni. Se si assumesse un mercato sempre efficiente allora paradossalmente non vi sarebbe spazio per l'arbitraggio poiché non esisterebbero margini di guadagno non sfruttati. Sarà proprio il costo per acquisire informazioni a consentire il formarsi di dotazioni differenziate fra i diversi operatori e ciò problema risulta elemento decisivo per un mercato efficiente. Infatti i prezzi diventano rilevanti in quanto consentono ai soggetti informati una azione diversa da quelli non informati. Se un aumento dell'offerta di un titolo facesse abbassare il suo rendimento ciò potrebbe determinare due comportamenti diversi: quelli che sono meno informati potranno ritenere che la rischiosità del titolo è minore e ciò porterà con sé una riduzione anche della domanda e non ad un suo incremento. Invece il soggetto informato potrà valutare correttamente il segnale che manda il prezzo consentendogli di gestire al meglio il proprio portafoglio. Cfr. in particolare GROSSMAN-STIGLITZ (1976) pag. 248 e 249, SALOP-STIGLITZ (1982) pag. 1121 e STIGLITZ (1987) pag. 17 e 18.

dotazioni di informazioni o a causa di informazioni incomplete che derivano dal mercato, politiche di prezzi differenziati per un singolo bene o attività finanziaria a seconda del tipo di acquirente a cui si rivolge³⁷. La quota di mercato cui l'offerente si rivolge tende a rimanere costante, entro certi limiti, rispetto a possibili variazioni di prezzo. Ciò induce un ulteriore momento di complicazione sul mercato poiché non vi è più un prezzo che possa esprimere un segnale certo per cui le informazioni sono completamente espresse nel prezzo di beni o attività omogenee³⁸.

L'elemento più significativo sta "nel considerare gli agenti economici nell'atto di intervenire sull'ignoranza propria o altrui, con comportamenti intesi a ridurre o a dilgerne gli effetti a proprio vantaggio"³⁹. Quindi anche nel caso più favorevole con il presupposto della presenza di attività considerate omogenee e quindi perfettamente sostituibili si verificano comportamenti che ci allontanano dai criteri di efficienza del mercato poiché sono possibili effetti di dispersione dei prezzi su queste attività⁴⁰ e dalla possibilità di utilizzare la legge dell'unico prezzo per definire compiutamente il grado di integrazione finanziaria. E la stessa introduzione di processi innovativi tecnologici può portare a politiche di prezzo che rendono del tutto inadeguato lo schema di equilibrio generale se rivolto ad un contesto non solo incerto ma anche dinamico.

2. Dall'approccio micro all'approccio macro.

2.1. L'interdipendenza

L'analisi del comportamento di agenti su mercati diversi e la individuazione delle peculiarità che rendono o meno integrati due

³⁷Cfr. SALOP-STIGLITZ (1977) pag. 494, STIGLITZ (1987) pag. 8 e 9.

³⁸Cfr. NERMUTH (1982) pag. 68, GROSSMAN-STIGLITZ (1976) pag. 246 e GOBBI-ONADO (1988) pag. 289. Vedi anche nota 36.

³⁹Cfr. DARDI (1990) pag. 56; cfr. inoltre GIOVANNETTI (1987) pag. 121-125. È interessante notare come anche dal punto di vista dell'acquirente possono essere mandati segnali che "servono ad incentivare la controparte a scegliere certi comportamenti anziché altri, fra quelli possibili all'interno del rapporto contrattuale"...oppure si può avere che "lo scopo dell'emissione dei messaggi sta nel modificare lo stato di informazione altrui" vedi DARDI (1990) pag. 57.

⁴⁰Cfr. SALOP (1976) (1977), GROSSMAN-STIGLITZ (1976), SALOP-STIGLITZ (1977) (1982), NERMUTH (1982), STIGLITZ (1987).

mercati non può essere disgiunta dalla comprensione di quanto quei modi di comportamento siano influenzati o determinati dal quadro macroeconomico. Anzi vi è un modo di vedere e analizzare la integrazione considerandola prevalentemente un problema macroeconomico.

Una delle acquisizioni principali della teoria è che se due mercati nazionali, due economie sono completamente integrate, l'effetto negativo dell'integrazione deriva dalla perdita di autonomia delle rispettive politiche economiche⁴¹. In genere una tale affermazione viene fatta facendo riferimento alle condizioni di perfetta sostituibilità fra attività finanziarie e considerando un modello economico definito "small open economy": come è noto in una tale situazione il tasso di interesse del paese piccolo non può discostarsi dal tasso di interesse internazionale e, data perfetta sostituibilità fra le attività finanziarie, ogni tentativo di far variare il tasso di interesse viene frustrato dal movimento di capitali. Questo approccio tuttavia risulta insufficiente quando il problema da indagare è l'integrazione finanziaria fra due o più economie in un contesto che mette in rilievo il grado di interdipendenza reciproco: tanto più sono integrate e tanto maggiore è il livello dell'interdipendenza⁴². Qui possiamo solo inferire che se il paese B, paese dominante, decide una politica economica di qualsivoglia tipo ciò influenzerà in via determinante il paese piccolo A e non viceversa. Più complesso ed articolata risulta essere l'integrazione quando la si affronta come processo di interdipendenza⁴³ ovvero come specificazione delle interazioni che avvengono tra paesi al modificarsi della politica

⁴¹La perdita dell'autonomia delle politiche economiche viene individuata come il costo più elevato dell'integrazione.

⁴²Cfr. CHANG (1989) pag. 1 ove si sostiene che tanto più elevata è l'integrazione finanziaria tanto maggiore è l'interdipendenza; tanto maggiore è il coordinamento delle politiche tanto più elevato è il benessere complessivo delle nazioni interessate. Egli dimostra che paradossalmente ove non vi fosse coordinamento è preferibile non avere integrazione perché si otterrebbe una situazione complessiva peggiore che in presenza di integrazione.

⁴³La letteratura in questo campo è vastissima; si preferisce rinviare a COOPER (1968) (1985) e per un'utile rassegna CHECCHI (1989); per le "aree monetarie ottimali" a MUNDELL (1961) e McKINNON (1963). Sulle differenze fra integrazione come processo o come stato di fatto cfr. COOPER (1978) pag. 69 e 70, COHEN (1988) pag. 235.

economica da parte di un paese sia esso A o il paese B⁴⁴. Da questo punto di vista l'ipotesi dell' "small open economy" deve essere abbandonata in quanto lo schema di relazioni è unidirezionale (nel nostro caso da B verso A) e non interagente⁴⁵.

Per le motivazioni ora accennate si deve anche convenire che integrazione finanziaria e interdipendenza stanno fra di loro in relazione ma non sono sovrapponibili come concetti. Possiamo affermare che la prima è condizione necessaria ma non sufficiente nel senso che se due economie sono altamente interdipendenti vi deve essere un alto grado di integrazione mentre vi può essere il caso di mercati altamente integrati ma non interdipendenti poiché uno di essi è di dimensioni tali che non risente delle scelte del paese piccolo⁴⁶.

Dal punto di vista dell'integrazione finanziaria l'approccio macro economico dell'interdipendenza poggia fortemente sui meccanismi di mercato (perfetta sostituibilità) collocandoli però in un quadro di relazioni che possono modificare nella sostanza l'agire di quei meccanismi.

Tuttavia se è vero che il concetto di integrazione finanziaria completa poggia sulla perfetta sostituibilità è altrettanto corretto sottolineare come, anche in presenza di integrazione imperfetta, l'interdipendenza può consentire di ottenere un miglioramento del benessere delle nazioni. Al limite si può argomentare che tanto più sono distanti gli obiettivi dei singoli governi e tanto più elevato è il possibile guadagno derivante dalla interdipendenza.

Non è nostra intenzione indagare gli aspetti dei meccanismi di aggiustamento che si verificano quando in un paese si modifica la politica economica. Quello che ci interessa sottolineare ai fini di una descrizione del concetto di integrazione in un contesto di

⁴⁴Qualora si analizzasse l'interdipendenza come processo e non come dato già acquisito gli elementi più rilevanti da sottolineare sono sia il fatto che le politiche economiche del paese A determinano le scelte dei cittadini del paese B e che scelte che appaiono razionali nel contesto nazionale possono non esserlo in un contesto interdipendente. Cfr. su questo KRUGMAN (1987) pag. 221 e FAZIO (1988) pagg. 16 e 17.

⁴⁵Di diversa opinione sembra essere COOPER (1985) pag. 291 in quanto afferma che la ipotesi di "small open economy is frequently a useful point of departure for the analysis of interdependence".

⁴⁶Cfr. COOPER (1985) pag. 293.

interdipendenza e che essa sussiste nel caso considerato se esistono queste condizioni: i paesi che si pongono all'interno di un'area integrata e con economie interdipendenti devono avere dimensioni economiche e tipologie di produzione simili⁴⁷, appartenere ad una area monetaria unica (al limite una medesima moneta), ed avere un coordinamento⁴⁸ completo delle rispettive politiche economiche. Se così non fosse avremmo innanzi tutto asimmetrie o gerarchie fra le diverse economie con flussi economici determinati dal paese ad economia più forte e ciò produrrebbe effetti di segmentazioni fra i mercati. Il mantenimento di un'area monetaria unica e quindi tassi di cambio fissi risulterebbe estremamente complicata producendo così un accresciuto grado di incertezza sui mercati⁴⁹. Dal punto di vista della integrazione finanziaria ciò comporterebbe che le attività detenute dai diversi paesi verrebbero percepite come diverse (non perfetta sostituibilità). Per ultimo il completo coordinamento delle politiche economiche risulta necessario per garantire la stabilità del cambio e del tasso di interesse⁵⁰ impedendo il formarsi di barriere o distorsioni che

⁴⁷Qualora vi fossero economie fortemente specializzate non risulterebbe necessario integrare o rendere interdipendenti i rispettivi mercati. Occorre ricordare altresì come si è anche argomentato che per il raggiungimento o il mantenimento della integrazione in un contesto interdipendente può essere facilitato ed assicurato dalla presenza nell'area integrata di un paese cosiddetto "egemone" che abbia paradossalmente un basso grado di apertura della propria economia e possa consentire l'assorbimento delle tensioni che inevitabilmente sussistono nell'area integrata dovute alle diverse performances dei diversi paesi. Cfr. DE CECCO (1988).

⁴⁸Si fa qui riferimento al coordinamento delle politiche economiche in quanto esso comprende anche il concetto di cooperazione cfr. BRYANT-HODGKINSON (1989) pag. 9 n. L'integrazione può essere inquadrata non solo in un contesto in cui sono definite le possibili azioni comuni dei governi (cooperazione) ma dove vi è l'obiettivo di perseguire una politica comune per cui ogni stato aggiusta il suo comportamento dopo la consultazione con i partners.

⁴⁹L'integrazione dei mercati dei capitali all'interno di un'area economica fa sì che anche indipendentemente dal regime dei tassi di cambio adottati il costo dell'aggiustamento delle bilance dei pagamenti risulta inferiore. Infatti l'interdipendenza fra i diversi paesi dell'area costringe a politiche economiche non dirompenti facendo sì che i paesi deficitari non siano messi in difficoltà dai paesi in surplus; il vincolo estero diventa meno stringente. Cfr. GANDOLFO (1986).

⁵⁰Come è noto fra le difficoltà maggiori che esistono per le aree economiche che vogliono integrarsi vi è il problema che l'ottenimento di equilibri di piena occupazione o di controllo dell'inflazione

potrebbero essere ricercate per garantire una maggiore autonomia alla propria politica economica.

2.2 Nuovi ambiti di ricerca

Una interessante analisi dell'integrazione finanziaria internazionale si è sviluppata recentemente⁵¹. Essa fa riferimento all'analisi dei costi e dei benefici dell'integrazione (da questo punto di vista è una ripresa di tematiche classiche dell'integrazione) considerandola tuttavia un bene pubblico con offerta scarsa⁵². Infatti che l'integrazione finanziaria sia un bene pubblico o che per lo meno abbia forti connotati di bene pubblico deriva dal fatto che una volta che essa si sia affermata i vantaggi che sono offerti, specialmente nei processi di intermediazione, di servizi agli operatori, sono caratterizzati dalla non-escludibilità e dalla non-rivalità. Il bene "integrazione" una volta fornito è disponibile per tutti ed il consumo da parte di uno non riduce la possibilità di utilizzo da parte di altri. Inoltre i diversi attori (i paesi dell'area considerata) agenti in un contesto oligopolistico, dal confronto delle differenze fra guadagni futuri dovuti all'integrazione e costi (difficoltà a gestire la propria politica economica per massimizzare alcune funzioni interne: occupazione, stabilità dei prezzi etc..) che devono essere pagati per l'integrazione stessa adottano scelte che possono essere analizzate in uno schema di teoria dei giochi⁵³. Si tratta in sostanza di individuare quell'insieme di scelte globali che consentano l'ottenimento dell'integrazione con la consapevolezza che per ogni azione compiuta da un paese è possibile la reciprocità⁵⁴. Fino a che ogni paese considera lo scarto fra guadagni e costi positivo esso avrà un incentivo a perseguire l'integrazione⁵⁵. Infatti partendo da un saggio di preferenza temporale positivo per cui una unità di reddito nel

possono sollecitare politiche economiche, nei diversi paesi dell'area, in direzioni opposte.

⁵¹Cfr. la rassegna di GUERRIERI-PADOAN (1988) e COHEN (1988).

⁵²Cfr. COHEN (1988) pag. 242.

⁵³Cfr. GUERRIERI-PADOAN (1988) pag. 39.

⁵⁴Cfr. NERMUTH (1982) pag. 45.

⁵⁵Posto in altri termini occorre che le relazioni siano caratterizzate da cooperazione poiché altrimenti il "gioco" fra i diversi paesi rischia di indurre un comportamento di "defezione" così come avviene nel caso del "dilemma del prigioniero". Cfr. AXELROD (1985) pag. 15 e 16.

futuro vale meno di una del presente, il raggiungimento della integrazione risulterà maggiormente perseguibile se il tasso di sconto del futuro è elevato. In questo caso si reputa che i benefici futuri derivanti dall'integrazione siano molto elevati.

Diversamente può avvenire che il perseguimento della integrazione sia condizionato da politiche interne all'area di carattere divergente oppure che alcune politiche, se perseguite solo da una parte dei paesi, non producano effetti sfavorevoli all'integrazione ma se attuate da tutti i membri dell'area allontanano l'integrazione stessa. Infatti può avvenire che la parte di costo per un singolo paese rispetto al costo complessivo sia così ridotta che se viene meno risulta quasi ininfluenza sull'integrazione. Ciò appare dal punto di vista del singolo paese un atto razionale in quanto riduce il costo a parità di beneficio complessivo ma se perseguito da tutti gli attori fa venire meno l'integrazione stessa. Oppure comportamenti razionali ed egoistici di ciascun paese determinano una situazione peggiore per tutti⁵⁶. Poiché esistono difficoltà a che il bene pubblico "integrazione" sia ottenuto, nonostante che alla base dei comportamenti degli attori (i paesi) vi siano comportamenti razionali, si devono individuare quelle strade che permettano di rendere possibile la cooperazione e che i comportamenti degli attori siano tali da confermarsi reciprocamente che le proprie scelte di politica economica siano in quella direzione⁵⁷.

Affinché questo processo interagente, che deve basarsi sulla cooperazione, dia risultati soddisfacenti si devono avere queste condizioni: a) la possibilità di diffusione rapida e in modo reiterato delle informazioni e delle decisioni. Ciò significa possibilità di "giochi ripetuti". b) la possibilità che situazioni divergenti entro l'area integrata possano essere riassorbite da qualcuno dei partner dell'area: i vantaggi che possono trarre i paesi che sostengono il peso del riaggiustamento può risiedere in una maggiore stabilità complessiva dell'area che favorisce la posizione di paese relativamente forte (nel

⁵⁶Il caso può essere quello delle barriere fra i mercati: se vi fosse libero scambio vi sarebbe guadagno per tutti; tuttavia se vi fosse un atto unilaterale di abbattimento delle barriere all'altro paese converrebbe invece mantenerle. Ciò può dare adito a che nessun paese promuova la libertà degli scambi. Cfr. AXELROD (1985) pag. 14.

⁵⁷Cfr. AXELROD (1985) pag. 20.

caso dell'Europa questo ruolo può essere assolto dalla Germania). c) Le divergenze all'interno dell'area devono essere minimizzate.

Dal punto di vista dell'integrazione finanziaria ciò sta a indicare che deve essere perseguita una politica di liberalizzazione dei movimenti di capitale, e ciò dovrebbe portare alla covarianza nei rendimenti delle attività finanziarie simili. Una liberalizzazione che deve essere affiancata da una mobilità delle istituzioni e degli intermediari creditizi. Si può supporre che sistemi finanziari differenti consentano diversi modi di agglustamento o addirittura le diversità strutturali dei sistemi finanziari possano diventare elementi che impediscono l'ottenimento dell'integrazione. Ciò pone in rilievo la possibilità di indagare l'integrazione finanziaria internazionale sulla base delle modificazioni intervenute nei comportamenti delle istituzioni finanziarie e degli intermediari creditizi. Si può assumere che il processo di integrazione dovrebbe spingere verso una composizione simile (al limite uniforme) dei sistemi creditizi nei diversi paesi. L'attuale dualità dei sistemi market oriented e bank oriented dovrebbe risolversi in una situazione di maggiore complessità dei rispettivi sistemi finanziari⁵⁸.

La stessa la mobilità delle istituzioni e delle attività finanziarie dovrebbe incidere sui rendimenti di quest'ultime. Un approccio proficuo per indagare il grado di integrazione finanziaria potrebbe essere quello proposto da Swoboda: "La questione cruciale è se i tassi di interesse tendono o no ad essere maggiormente diversi all'interno di una nazione piuttosto che fra nazioni differenti"⁵⁹, ove per tassi dovrebbe intendersi la struttura dei tassi verificata in un arco temporale.

⁵⁸Una analogia può essere fatta con lo sviluppo dell'analisi dell'intratrade industry; in questo caso le strutture produttive dei singoli paesi tendono a non polarizzarsi secondo un criterio di specializzazione. Inoltre lo sviluppo del commercio intrindustriale ci permette di affermare che ogni economia sviluppata tende a produrre e ad esportare ciò che anche importa. Detto in altri termini il processo di integrazione reale è proceduto con il progressivo completamento delle matrici produttive delle rispettive economie.

⁵⁹Cfr. SWOBODA (1978) pag. 249.

BIBLIOGRAFIA

- R.Z. ALIBER (1975), "Monetary independence under floating exchange rates", in *Journal of Finance*, vol. XXX n. 2.
- (1978), "The integration of national financial markets: a review of theory and findings", in *Weltwirtschaftliches Archiv*, Band. 114, Heft 3.
- P.R. ALLEN (1976), "Organization and administration of a monetary union", *Princeton Studies in International Finance* n. 38, Princeton.
- - P.B. KENEN (1980), "Asset markets, exchange rates, and economic integration. A synthesis", Cambridge University Press, Cambridge.
- R. AXELROD (1985), "Giochi di reciprocità. L'insorgenza della cooperazione", Feltrinelli, Milano.
- B. BALASSA (1961 a), "The theory of economic integration", Allen & Unwin, London.
- (1961 b), "Towards a theory of economic integration", in *Kylos*, vol. XIV.
- - L. BAUWENS (1988), "Inter-industry and Intra-industry specialization in manufactured goods" in *Weltwirtschaftliches Archiv*, Band 124, Heft 1.
- G. BECATTINI (1990), "Il pensiero economico: temi, problemi e scuole", UTET, Torino.
- R.C. BRYANT - E. HODGKINSON (1989), "Problems of international cooperation", in "Can nations agree?", The Brookings Institution, Washington, D.C.
- F. CASPRINI (1984), "L'efficienza del mercato dei cambi. Analisi teorica e verifica empirica", Quaderni dell'Istituto di Economia n. 22, Università degli Studi di Siena.
- R. CHANG (1989), "Financial integration with and without international policy coordination", New York University, New York.
- D. CHECCHI (1989), "Interdipendenza e coordinamento delle politiche economiche", La Nuova Italia Scientifica, Roma.
- I. CIPOLLETTA - S. CALABRESI (1984), "Scambi con l'estero e internazionalizzazione dell'economia italiana", *Economia Italiana* n. 3.
- B.J. COHEN (1988), "Integrazione finanziaria europea e gli interessi bancari internazionali" in GUERRIERI-PADOAN (1988) a cura.
- R.N. COOPER (1968), "The economic of interdependence", Mac Graw Hill, New York.

- (1978), "Integrazione mondiale e integrazione regionale: esiste una dimensione ottimale dell'area integrata", in MACHLUP (1978) a cura.
- (1985), "Economic interdependence and coordination of economic policies" in COOPER (1986) a cura.
- (1986), "Economic policy in an interdependent world", The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- O. D'ALAURO (1978), "Integrazione economica mondiale, regionale e settoriale", a cura, Istituto di Economia Internazionale, Genova.
- M. DARDI (1990), "Il mercato nell'analisi economica contemporanea", in BECATTINI (1990), a cura.
- M. DE CECCO (1986), "Innovazione Finanziaria e teoria monetaria", Note Economiche n. 3/4.
- (1987), "Financial Innovation and Monetary theory" in DE CECCO (1987), a cura.
- (1987), "Changing money. Financial innovation in developed countries", Basil Blackwell, Oxford.
- (1988), "Il sistema monetario europeo e gli interessi nazionali", in GUERRIERI-PADOAN (1988), a cura.
- L. DINI (1986), "Per un mercato finanziario europeo", Moneta e Credito, Vol. XXXIX n. 156.
- R. DORNBUSCH - J.A. FRENKEL (1979), "International economic policy. Theory and evidence", a cura, Johns Hopkins University, London.
- E.F. FAMA (1970), "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work", Journal of Finance, vol. 25 n.2.
- (1976), "Foundations of finance", Basil Blackwell, Oxford.
- A. FARBER - R. ROLL - B. SOLNIK (1977), "An empirical study of risk under fixed and flexible exchange", in Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 5.
- A. FAZIO (1988), "Complemento del mercato unico. Conseguenze reali e monetarie", Temi di Discussione, n. 107, Banca d'Italia, Roma.
- G. GANDOLFO (1985), "Nuove teorie del commercio internazionale", in Piemonte Vivo Ricerche, Torino.
- (1986), "Economia internazionale", Vol. 2, UTET, Torino.
- G. GIOVANNETTI (1987), "Legge dell'unico prezzo e fluttuazione dei cambi", in GRAZIANI (1987), a cura.
- G. GOBBI - M. ONADO (1988), "Struttura ed evoluzione dell'integrazione finanziaria", in GUERRIERI-PADOAN (1988), a cura.

- C.A.E. GOODHART (1987), "The economics of 'Big Bang'", Midland Bank Review, Summer.
- A. GRAZIANI (1987), "Il dollaro e l'economia Italiana", a cura, Il Mulino, Bologna.
- S.J. GROSSMAN - J.E. STIGLITZ (1976), "Information and competitive price systems", American Economic Review, vol. 66 n. 2.
- P. GUERRIERI - P.C. PADOAN (1988), "Integrazione, cooperazione e politiche di aggiustamento", in "L'economia politica dell'integrazione europea", GUERRIERI-PADOAN (1988), a cura, Il Mulino, Bologna.
- J.C. INGRAM (1962), "A proposal for financial integration in the Atlantic Community", in "Factors affecting the United States balance of payments", Joint Economic Committee, Congress of United States.
- P.B. KENEN (1976), "Capital mobility and financial integration: a survey", Princeton Studies in International Finance, n. 39.
- (1978), "Movimenti internazionali del capital e integrazione dei mercati dei capitali", in D'ALAURO (1978).
- C.P. KINDLEBERGER (1963), "European economic integration and the development of a single financial center for long-term capital", Weltwirtschaftliches Archiv, Band 90, Heft 2.
- (1974), "Economic integration via external markets and factors", in W. SELLEKAERTS (1974), a cura.
- (1987), "International capital movements", Cambridge University Press, Cambridge.
- (1989), "Economic laws and economic history", Cambridge University Press, Cambridge.
- P.R. KRUGMAN (1987), "L'integrazione economica in Europa: questioni concettuali", in Padoa-Schioppa (1987), a cura.
- R.M. LEVICH (1979), "On the efficiency of markets for foreign exchange", in DORNBUSCH-FRENKEL (1979), a cura.
- D.T. LLEWELLYN (1980), "International financial integration. The limits of sovereignty", The Macmillan Press, London.
- (1988), "L'integrazione finanziaria europea: tendenza evolutive ed implicazioni per il sistema bancario", Economia Italiana n.3.
- D.E. LOGUE - M.A. SALANT - R.J. SWEENEY (1976), "International integration of financial markets: survey, synthesis and results", in STEM-MAKIN-LOGUE (1976), a cura.

- F. MACHLUP (1972), "Introduction", in MACHLUP-SALANT-TARSHIS (1972), a cura, "International mobility and movement of capital" NBER, New York.
- (1977), "History thought on economic integration", Macmillan, London.
- (1978), "Profilo storico del concetto di integrazione economica", in D'ALAURO (1978), a cura.
- R.I. MCKINNON (1963), "Optimum currency areas", American Economic Review n. 52.
- J.E. MEADE (1955), "The theory of customs unions", North Holland, Amsterdam.
- R.A. MUNDELL (1961), "A theory of optimum currency areas", American Economic Review, 51.
- (1963), "Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates", The Canadian Journal of Economics and Political Science, vol. XXIX n. 4.
- G. MYRDAL (1956), "An international economy", Harper, New York.
- M. NERMUTH (1982), "Information structures in economics", Springer-Verlag, Berlin.
- T. PADOA-SCHIOPPA (1987), "Efficienza, stabilità ed equità", a cura, Il Mulino, Bologna.
- A. PORTA (1986), "Evoluzione delle strutture finanziarie e problemi di regolamentazione: recenti tendenze internazionali e alcune considerazioni sul caso italiano", Note Economiche, n. 3/4.
- R. ROLL - B. SOLNIK (1977), "A pure foreign exchange asset pricing model", Journal of International Economics, n. 7.
- S. SALOP (1976), "Information and monopolistic competition", American Economic Review, vol. 66 n. 2.
- (1977), "The noisy monopolist: imperfect information, price dispersion and price discrimination", Review of Economic Studies, 44.
- - J. STIGLITZ (1977), "Bargains and ripoffs: a model of monopolistically competitive price dispersion", Review of Economic Studies, 44.
- - ---- (1982), "The theory of sales: A simple model of equilibrium price dispersion with identical agents", American Economic Review, vol. 72, n. 5.
- P.A. SAMUELSON (1948), "International trade and the equalisation of factor prices", Economic Journal, vol. LVIII n. 230.

- (1949), "International factor-price equalisation once again", Economic Journal, vol. LIX n. 234.
- T. SCITOVSKY (1969), "Money and the balance of payments, Yale University, New Haven.
- W. SELLEKAERTS (1974), "International trade and finance: essays in honor of Jan Tinbergen", Macmillan, London.
- C.H. STEM - J.H. MAKIN - D.E. LOGUE (1976), "Eurocurrencies and the international monetary system", a cura, American Enterprise Institute, Washington, D.C.
- E. J. STIGLITZ (1987), "The causes and consequences of the dependence of quality on price", Journal of Economic Literature, vol. xxv.
- - A. WEISS (1981), "Credit rationing in market with imperfect information", American Economic Review, vol. 71, n. 3.
- A. SWOBODA (1978), "Commento" a P. KENEN (1978), in D'ALAURO (1978).
- J. TINBERGEN (1949), "The equalisation of factor prices between free-trade areas", Metroeconomica, vol. 1 n. 1.
- (1954), "International economic integration", Elsevier, Amsterdam.
- M. TONVERONACHI (1988), "Struttura ed evoluzione dei sistemi finanziari", Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio/Studi e ricerche, Arezzo.
- J. VINER (1950), "The customs union issue", Carnegie Endowment for International Peace, New York.

Elenco dei Quaderni pubblicati

- n.1 (febbraio 1979) MASSIMO DI MATTEO, Alcune considerazioni sui concetti di lavoro produttivo e improduttivo in Marx
- n.2 (marzo 1979) MARIA L. RUIZ, Mercati oligopolistici e scambi internazionali di manufatti. Alcune ipotesi e un'applicazione all'Italia
- n.3 (maggio 1979) DOMENICO MARIO NUTI, Le contraddizioni delle economie socialiste: una interpretazione marxista
- n.4 (giugno 1979) ALESSANDRO VERCELLI, Equilibrio e dinamica del sistema economico-semantica dei linguaggi formalizzati e modello keynesiano
- n.5 (settembre 1979) A. RONCAGLIA - M. TONVERONACHI, Monetaristi e neokeynesiani: due scuole o una?
- n.6 (dicembre 1979) NERI SALVADORI, Mutamento dei metodi di produzione e produzione congiunta
- n.7 (gennaio 1980) GIUSEPPE DELLA TORRE, La struttura del sistema finanziario italiano: considerazioni in margine ad un'indagine sull'evoluzione quantitativa nel dopoguerra (1948-1978).
- n.8 (gennaio 1980) AGOSTINO D'ERCOLE, Ruolo della moneta ed impostazione antiquantitativa in Marx: una nota
- n.9 (novembre 1980) GIULIO CIFARELLI, The natural rate of unemployment with rational expectations hypothesis. Some problems of estimation
- n.10 (dicembre 1980) SILVANO VICARELLI, Note su ammortamenti, rimpiazzi e tasso di crescita
- n.10 bis (aprile 1981) LIONELLO F. PUNZO, Does the standard system exist?
- n.11 (marzo 1982) SANDRO GRONCHI, A meaningful sufficient condition for the uniqueness of the internal rate of return
- n.12 (giugno 1982) FABIO PETRI, Some implications of money creation in a growing economy
- n.13 (settembre 1982) RUGGERO PALADINI, Da Cournot all'oligopolio: aspetti dei processi concorrenziali
- n.14 (ottobre 1982) SANDRO GRONCHI, A Generalized internal rate of return depending on the cost of capital
- n.15 (novembre 1982) FABIO PETRI, The Patinkin controversy revisited
- n.16 (dicembre 1982) MARINELLA TERRASI BALESTRIERI, La dinamica della localizzazione industriale: aspetti teorici e analisi empirica
- n.17 (gennaio 1983) FABIO PETRI, The connection between Say's law and the theory of the rate of interest in Ricardo
- n.18 (gennaio 1983) GIULIO CIFARELLI, Inflation and output in Italy: a rational expectations interpretation
- n.19 (gennaio 1983) MASSIMO DI MATTEO, Monetary conditions in a classical growth cycle
- n.20 (marzo 1983) M. DI MATTEO - M.L. RUIZ, Effetti dell'interdipendenza tra paesi produttori di petrolio e paesi industrializzati: un'analisi macrodinamica
- n.21 (marzo 1983) ANTONIO CRISTOFARO, La base imponibile dell'IRPEF: un'analisi empirica
- n.22 (gennaio 1984) FLAVIO CASPRINI, L'efficienza del mercato dei cambi. Analisi teorica e verifica empirica
- n.23 (febbraio 1984) PIETRO PUCCINELLI, Imprese e mercato nelle economie socialiste: due approcci alternativi
- n.24 (febbraio 1984) BRUNO MICONI, Potere prezzi e distribuzione in economie mercantili caratterizzate da diverse relazioni sociali
- n.25 (aprile 1984) SANDRO GRONCHI, On investment criteria based on the internal rate of return

- n.26 (maggio 1984) SANDRO GRONCHI, On Karmel's criterion for optimal truncation
- n.27 (giugno 1984) SANDRO GRONCHI, On truncation "theorems"
- n.28 (ottobre 1984) LIONELLO F. PUNZO, La matematica di Sraffa
- n.29 (dicembre 1984) ANTONELLA STIRATI, Women's work in economic development process
- n.30 (gennaio 1985) GIULIO CIFARELLI, The natural rate of unemployment and rational expectation hypotheses: some empirical tests
- n.31 (gennaio 1985) SIMONETTA BOTARELLI, Alcuni aspetti della concentrazione dei redditi nel Comune di Siena
- n.32 (febbraio 1985) POSCO GIOVANNONI, Alcune considerazioni metodologiche sulla riforma di un sistema tributario
- n.33 (febbraio 1985) SIMONETTA BOTARELLI, Ineguaglianza dei redditi personali a livello comunale
- n.34 (marzo 1985) IAN STEEDMAN, Produced inputs and tax incidence theory
- n.35 (aprile 1985) RICHARD GOODWIN, Prelude to a reconstruction of economic theory. A critique of Sraffa
- n.36 (aprile 1985) MICHIO MORISHIMA, Classical, neoclassical and Keynesian in the Leontief world
- n.37 (aprile 1985) SECONDO TARDITI, Analisi delle politiche settoriali: prezzi e redditi nel settore agroalimentare
- n.38 (maggio 1985) PIETRO BOD, Sui punti fissi di applicazioni isotoniche
- n.39 (giugno 1985) STEFANO VANNUCCI, Schemi di gioco simmetrici e stabili e teoremi di possibilità per scelte collettive
- n.40 (luglio 1985) RICHARD GOODWIN, The use of gradient dynamics in linear general disequilibrium theory
- n.41 (agosto 1985) M. MORISHIMA and T. SAWA, Expectations and the life span of the regime.
- n.42 (settembre 1985) ALESSANDRO VERCELLI, Keynes, Schumpeter, Marx and the structural instability of capitalism
- n.43 (ottobre 1985) ALESSANDRO VERCELLI, Money and production in Schumpeter and Keynes: two dichotomies
- n.44 (novembre 1985) MARCO LONZI, Aspetti matematici nella ricerca di condizioni di unicità per il Tasso Interno di Rendimento
- n.45 (dicembre 1985) NIKOLAUS K.A. LAUFER, Theoretical foundations of a new money supply hypothesis for the FRG.
- n.46 (gennaio 1986) ENRICO ZAGHINI, Una dimostrazione alternativa dell'esistenza di equilibri in un modello di accumulazione pura
- n.47 (febbraio 1986) ALESSANDRO VERCELLI, Structural stability and the epistemology of change: a critical appraisal
- n.48 (marzo 1986) JOHN HICKS, Rational behaviour: observation or assumption?
- n.49 (aprile 1986) DOMENICO MARIO NUTI, Merger conditions and the measurement of disequilibrium in labour-managed economies
- n.50 (maggio 1986) SUSAN SENIOR NELLO, Un'applicazione della Public Choice Theory alla questione della riforma della Politica Agricola Comune della CEE
- n.51 (maggio 1986) SERENA SORDI, Some notes on the second version of Kalecki's Business Cycle Theory
- n.52 (giugno 1986) PIERANGELO GAREGNANI, The classical theory of wage and the role of demand schedules in the determination of relative prices
- n.53 (luglio 1986) FRANCO BIRARDI, Crescita, sviluppo ed evoluzione: l'affermazione dei nessi strutturali sistematici e la combinazione di scienza, tecnologia ed economica nelle prime industrializzazioni
- n.54 (agosto 1986) M. AMENDOLA - J.L. GAFFARD, Innovation as creation of technology: a sequential model

- n.55 (settembre 1986) GIULIO CIFARELLI, Exchange rates, market efficiency and "news". Model specification and econometric identification
- n.56 (settembre 1986) ALESSANDRO VERCELLI, Technological flexibility, financial fragility and the recent revival of Schumpeterian entrepreneurship
- n.57 (ottobre 1986) FABIO PETRI, The meaning of the Cambridge controversies on capital theory: an attempt at communication
- n.58 (ottobre 1986) DANIELE CHECCHI, The international coordination of counter-cyclical policies
- n.59 (novembre 1986) ALESSANDRO VERCELLI, Probabilistic causality and economic models: Suppes, Keynes, Granger
- n.60 (dicembre 1986) LIONELLO F. PUNZO, J. Von Neumann and K. Menger's mathematical colloquium
- n.61 (dicembre 1986) MICHAEL BACHARACH, Three scenarios for fulfilled expectations
- n.62 (gennaio 1987) J. ESTEBAN and T. MILLAN, Competitive equilibria and the core of overlapping generations economies
- n.63 (gennaio 1987) ROBERT W. CLOWER, New directions for keynesian economics
- n.64 (febbraio 1987) MARCO P. TUCCI, A simple introduction to flexible functional forms and consumer behaviour theory
- n.65 (marzo 1987) NICOLA DIMITRI, Generalizations of some continuous time epidemic models
- n.66 (aprile 1987) MASSIMO DI MATTEO, Goodwin and the Evolution of a Capitalistic Economy: An Afterthought
- n.67 (maggio 1987) MASSIMO DI MATTEO, Early Discussions on Long Waves
- n.68 (giugno 1987) MASSIMO DI MATTEO, Warranted, Natural, and Actual Rates of Growth: Reflections of a Perplex
- n.69 (settembre 1987) LUISA MONTUSCHI, Inward-Looking development and import substitution in the Argentine Economy 1950-1980
- n.70 (dicembre 1987) GIANCARLO GANDOLFO and PIETRO CARLO PADOAN, The Mark V version of the Italian continuous time model
- n.71 (dicembre 1987) SILVANO VICARELLI, Impatience to consume, the utility of wealth and the rate of interest
- n.72 (gennaio 1988) OMAR CHISARI, Worker's assets, foreign debt and the dynamics of an economy
- n.73 (febbraio 1988) STEFANO VANNUCCI, On exactly strong-Nash-implementable power allocations
- n.74 (marzo 1988) PIER LUIGI LANDI, Aspetti economici della società anonima della strada ferrata Empoli-Siena o Centrale Toscana fino al 1859
- n.75 (aprile 1988) FRANCO BIRARDI, Generating the space of physical characteristics by means of elements which are discrete and limited over time (A note on innovation in chemical technologies)
- n.76 (maggio 1988) LILIA COSTABILE, Politica monetaria, debito pubblico e tasso di interesse
- n.77 (giugno 1988) GIUSEPPE DELLA TORRE, L'evoluzione dei sistemi finanziari nell'approccio contabile di Raymond Goldsmith. Alcune considerazioni analitiche
- n.78 (luglio 1988) FRANCESCO FARINA, Fattori tecnologici e transazionali nella divisione interindustriale del lavoro
- n.79 (ottobre 1988) FRANCESCO FARINA, Gli obiettivi della Banca d'Italia e i tassi d'interesse sul debito pubblico
- n.80 (novembre 1988) GIULIO CIFARELLI, La razionalità del tasso di cambio a termine e le "notizie": una analisi empirica
- n.81 (dicembre 1988) MAURO CAMINATI, Cyclical growth in a long-period perspective

- n.82 (gennaio 1989) LUIGI LUINI, Crescita esterna dell'impresa e teorie economiche
- n.83 (marzo 1989) LUIGI M. TOMASINI, A Scheme to Allocate Wastewater Rights
- n.84 (aprile 1989) STEFANO VANNUCCI, On Consistency Properties of some Strongly Implementable Social Choice Rules with Endogenous Agenda Formation
- n.85 (maggio 1989) AGOSTINO D'ERCOLE, Economia e Moneta in Schumpeter
- n.86 (maggio 1989) CHARLES GOODHART, What do Central Banks Do?
- n.87 (giugno 1989) PAOLO DEL GIOVANE, Foreign Firms' Behavior in the United States Market during the Dollar Cycle
- n.88 (giugno 1989) GÉRARD DUMÉNIL and DOMINIQUE LÉVY, The classical legacy and beyond
- n.89 (luglio 1989) RICCARDO FIORITO, Inventory accounting and profit evaluation
- n.90 (settembre 1989) NICOLA DIMITRI, On the robustness of the rational expectations hypothesis
- n.91 (settembre 1989) PIERMARIO PACINI, Expectations, learning and equilibrium in a non-walrasian model: a constructive approach
- n.92 (ottobre 1989) AGOSTINO D'ERCOLE, Sulla teoria monetaria del tasso di interesse di Schumpeter
- n.93 (ottobre 1989) UGO PAGANO, Firms, co-ordination and disequilibrium
- n.94 (novembre 1989) UGO PAGANO, Determinazione endogena dei diritti di proprietà in una economia di mercato
- n.95 (dicembre 1989) UGO PAGANO, Property rights, asset specificity, and the division of labour under alternative capitalist relations
- n.96 (dicembre 1989) MICHIO MORISHIMA, Wage differentials in Japan: 1958-1985
- n.97 (gennaio 1990) PIERPAOLO PIERANI - PIER LUIGI RIZZI, An econometric analysis of the olive oil market in Italy
- n.98 (febbraio 1990) ENRICO GIOVANNINI, Squilibri settoriali e dinamica macroeconomica di breve periodo: il caso dell'industria italiana
- n.99 (maggio 1990) GIULIO CIFARELLI Sui determinanti degli errori di previsione a termine nel mercato dei cambi
- n.100 (maggio 1990) EDITED BY MASSIMO DI MATTEO Celebrating R.M. Goodwin's 75 birthday
- n.101 (maggio 1990) OMAR O. CHISARI - JOSE' M. FANELLI Three-gap models, optimal growth and the economic dynamics of highly indebted countries
- n.102 (giugno 1990) FRANCESCO FARINA Italy's monetary policy inside the european monetary system
- n.103 (giugno 1990) STEFANO VANNUCCI On the closure operators of an effectivity function
- n.104 (giugno 1990) STEFANO VANNUCCI Struttura del mercato, giochi semplici e potenziali monopolistici
- n.105 (luglio 1990) STEFANO VANNUCCI A note on ergodic and vmn-stable sets of abstract games
- n.106 (luglio 1990) SIMONETTA BOTARELLI I nuovi estimi catastali: motivazioni ed effetti distributivi
- n.107 (luglio 1990) PIETRO PUCCINELLI Impresa e mercato un approccio dinamico
- n.108 (agosto 1990) UGO PAGANO Braverman, Harry (1920-1976)
- n.109 (agosto 1990) UGO PAGANO Property rights equilibria and institutional stability
- n.110 (settembre 1990) STEPHAN R. EPSTEIN Cities, regions and the late medieval crisis: Sicily and Tuscany compared

- n.111 (ottobre 1990) MAURO CAMINATI On the stability of long-period positions: an introductory note
- n.112 (ottobre 1990) MAURO CAMINATI Cicli endogeni in disequilibrio e congetture

Alla presente Collana "gialla" di quaderni il Dipartimento di Economia Politica affianca una Collana "celeste" di monografie. I numeri pubblicati a tutt'oggi sono i seguenti:

- 1) GIUSEPPE DELLA TORRE, Istituzioni creditizie ed Accumulazione del Capitale in Italia (1948-81), 1984.
- 2) SANDRO GRONCHI, Tasso Interno di Rendimento e Valutazione dei Progetti: una Analisi Teorica, 1984.
- 3) ALDINO MONTI, La Proprietà Immobiliare a Bologna in Età Napoleonica (1797-1810), 1984.
- 4) GIULIO CIFARELLI, Equilibrium and Disequilibrium Interpretations of Inflation, 1985.