

Maurizio Stanic

ECONOMIA INTERNAZIONALE  
MONETARIA

*Un'indagine teorica dei meccanismi e delle politiche  
di aggiustamento della bilancia dei pagamenti*

EDIZIONI  
DEL FARO 

Maurizio Stanic, *Economia internazionale monetaria*  
Copyright© 2024 Edizioni del Faro  
Gruppo Editoriale Tangram Srl  
via dei Casai, 6 – 38123 Trento  
www.edizionidelfaro.it – info@edizionidelfaro.it

Prima edizione: dicembre 2024 – *Printed in Italy*

ISBN 978-88-5512-469-0

Tutti i dati scientifici qui presentati sono reali. Tutte le teorie scientifiche qui esposte sono difese dagli economisti, dagli storici e dai matematici

In copertina: immagine di Elf-Moondance, Pixabay



L'etichetta FSC® garantisce che il materiale utilizzato per questo volume proviene da fonti gestite in maniera responsabile e da altre fonti controllate

*a mia madre Federica  
e a mia sorella Claudia*

1. IL MERCATO DEI CAMBI ESTERI: STRUMENTI E OPERAZIONI	17
1.1. Il tasso di cambio e le sue funzioni	19
1.2. Gli operatori del FOREX e la doppia quotazione: lettera vs denaro	24
1.3. I contratti “a pronti” o <i>spot</i>	26
1.4. I contratti “a termine” o <i>forward</i>	27
1.5. I contratti <i>future</i>	29
1.6. Le opzioni in valuta	30
1.7. Gli swap in valuta	31
1.8. Gli arbitraggi sui tassi d’interesse	32
1.9. La speculazione sul FOREX	39
1.10. L’equilibrio sul FOREX in regime dei cambi flessibili	42
1.11. Il regime dei tassi di cambio cambi fissi	45
2. L’ECONOMIA APERTA NEL LUNGO PERIODO:	
UN SEMPLICE MODELLO DI BASE	49
2.1. Un modello di lungo periodo di una piccola economia aperta: le ipotesi di partenza	49
2.2. Il modello – Parte 1) – I movimenti di capitale e il tasso d’interesse	51
2.3. La politica fiscale interna	55
2.4. La politica fiscale esterna	56
2.5. Mutamenti della propensione interna a investire	56
2.6. Considerazioni di sintesi circa il saldo del conto corrente	57
2.7. Il modello – Parte 2) – La bilancia commerciale e il tasso di cambio reale e nominale	58
2.8. Politiche economiche e tasso di cambio reale	61
2.9. Il legame tra il tasso di cambio reale e quello nominale	65
2.10. La politica monetaria nel modello di lungo periodo	68
Appendice al Capitolo 2: Piccolo caso di studio: i deficit gemelli degli Stati Uniti e il teorema di McKinnon	69
3. L’APPROCCIO KEYNESIANO ALLA BILANCIA DEI PAGAMENTI	73
3.1. La determinazione del reddito di equilibrio in una piccola economia aperta	75
3.2. Un’analisi di statica comparata	80
3.3. Un modello keynesiano a due paesi: le ripercussioni internazionali	88
3.4. Un’analisi di statica comparata nel modello a due paesi	91
3.5. Il ruolo dei prezzi relativi nella determinazione del reddito e del saldo commerciale	96

3.6.	L'effetto Laursen-Metzler (cenno)	103
3.7.	Il problema del trasferimento (cenno)	106
3.8.	Estensioni del modello IS-LM a una piccola economia aperta	107
3.9.	Il modello di Mundell con perfetta mobilità dei capitali	118
4.	L'APPROCCIO MONETARIO ALLA BILANCIA DEI PAGAMENTI E ALLA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI CAMBIO	127
4.1.	Le relazioni fondamentali dell'approccio monetario all'economia internazionale	129
4.2.	Il meccanismo di aggiustamento monetario in regime di cambi fissi (un modello a un solo paese)	133
4.3.	Il meccanismo di aggiustamento monetario in regime di cambi flessibili (un modello a un solo paese)	143
4.4.	Un modello monetario a due paesi	144
4.5.	Un primo modello monetario a due merci: beni esportati e beni importati (Mundell, 1968a)	153
4.6.	Un secondo modello monetario a due merci: beni commerciati e beni non commerciati	162
4.7.	Un breve confronto tra l'approccio monetario e l'approccio keynesiano	167
5.	MONETA, TASSI D'INTERESSE E TASSI DI CAMBIO: UN APPROCCIO DI PORTAFOGLIO	171
5.1.	La domanda di saldi monetari reali	172
5.2.	L'equilibrio monetario	174
5.3.	Politiche monetarie e tassi d'interesse	176
5.4.	Spostamenti della domanda di moneta	177
5.5.	Variazioni temporanee dell'offerta di moneta in un sistema aperto	177
5.6.	Moneta e prezzi in una prospettiva di lungo periodo: la teoria quantitativa della moneta	180
5.7.	La legge del prezzo unico e la parità dei poteri d'acquisto per i singoli beni	183
5.8.	Il teorema dei vantaggi comparati: le condizioni reali e le condizioni monetarie per gli scambi mutuamente vantaggiosi	188
5.9.	Moneta e tassi di cambio in un'ottica di lungo periodo: la teoria della parità dei poteri d'acquisto quale teoria del tasso di cambio di equilibrio	191
5.10.	Sopravalutazione e sottovalutazione del tasso di cambio di mercato in relazione alla PPP	195

5.11. Un modello di base del tasso di cambio di lungo periodo basato sulla PPP	197
5.12. Effetti di lungo periodo di un'espansione monetaria di natura permanente	198
5.13. La dinamica delle variabili monetarie nel processo di aggiustamento	201
5.14. Moneta, inflazione e tassi d'interesse: l'effetto Fisher	203
5.15. Gli effetti di breve e di lungo periodo di un aumento della crescita monetaria	205
5.16. Tasso di cambio nominale e tasso di cambio reale: un approccio di portafoglio esteso	208
5.17. Teoria della PPP e beni non commerciati (cenno)	215
5.18. Teoria della PPP e forme di mercato non concorrenziali (cenno)	216
6. LE POLITICHE DI STABILIZZAZIONE INTERNA ED ESTERNA	217
6.1. Il conflitto tra equilibrio interno ed equilibrio esterno: aspetti introduttivi	221
6.2. La stabilizzazione in regime di cambi fissi ma aggiustabili: il ruolo della politica fiscale e di quella valutaria	223
6.3. La stabilizzazione in regime di cambi rigidamente fissi: la politica fiscale e quella monetaria quali strumenti indipendenti	227
6.4. L'equilibrio interno-esterno nel sistema dei tassi di cambio perfettamente flessibili	230
6.5. L'aggiustamento interno-esterno: un'analisi dinamica	235
6.6. La dinamica dell'aggiustamento in regime di cambi fissi ma aggiustabili	240
6.7. La dinamica dell'aggiustamento in regime di cambi rigidamente fissi	243
6.8. Il problema dei ritardi delle politiche economiche (cenno)	245
6.9. Dinamica del tasso di cambio ed "effetto J" (cenno)	247
7. L'INFLAZIONE IN UN'ECONOMIA APERTA	251
7.1. La curva di Phillips quale relazione tra inflazione e disoccupazione	252
7.2. L'inflazione importata: aspetti introduttivi	256
7.3. Gli effetti diretti dell'inflazione importata in un regime di cambi fissi (unione monetaria)	258
7.4. Gli effetti indiretti dell'inflazione importata in regime di cambi fissi: la spirale salari-prezzi	265
7.5. La convergenza dei tassi d'inflazione in un sistema di cambi fissi	270

7.6. L'inflazione importata in un sistema di cambi flessibili (alcune considerazioni)	274
7.7. Le politiche antinflazionistiche in un'unione monetaria nello schema di Barro-Gordon	277
7.8. I costi dell'inflazione e della disoccupazione: alcune considerazioni finali	288
<b>RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI</b>	<b>293</b>

# ECONOMIA INTERNAZIONALE MONETARIA

*Un'indagine teorica dei meccanismi e delle politiche  
di aggiustamento della bilancia dei pagamenti*

## INTRODUZIONE

Questo lavoro si propone, come primo passo, di indagare i principali meccanismi teorici di aggiustamento internazionale che sono stati proposti dalla letteratura. Il contesto generale può essere definito quale approccio di breve periodo, nel senso che ci si concentra sugli aspetti monetari legati agli squilibri nei conti con l'estero. Nei sette capitoli di questo saggio non si considerano, quindi, i movimenti di capitale a lungo termine (prestiti, investimenti diretti e di portafoglio), in quanto si ritiene che essi, stante la loro importanza nell'attuale contesto economico globalizzato, debbano essere oggetto di un'approfondita analisi nell'ambito delle teorie della finanza internazionale e delle teorie dello sviluppo economico, soprattutto se si prendono in considerazione i paesi avanzati nei confronti dei PVS e di quelli sottosviluppati. In questa logica di breve termine, non si affronta, dunque, l'importante tematica della crescita economica e dei fattori che la determinano (il progresso tecnologico alla Solow, l'aumento delle dotazioni fattoriali, e, in quest'ambito, i movimenti internazionali della manodopera e dei capitali)<sup>1</sup>.

Nell'esposizione che seguirà, nel capitolo 1 forniremo una breve descrizione del funzionamento del mercato dei cambi (FOREX), il più liquido dei mercati, in termini di strumenti e operazioni. In quella sede, metteremo in evidenza che, stante l'elevata integrazione esistente oggi tra i mercati monetari dei vari paesi, la condizio-

<sup>1</sup> Ricordiamo che, mentre stiamo ultimando questo saggio, il Nobel per l'Economia 2024 è stato conferito agli economisti Daron Acemoglu, Simon Johnson e James A. Robinson, proprio in virtù dei loro studi che mettono in luce i fattori che determinano le differenze di prosperità fra i paesi.

ne della parità dei tassi d'interesse rappresenta un paradigma fondamentale per determinare, a livello teorico, il tasso di cambio di equilibrio.

I capitoli 3, 4, 5, esamineranno dettagliatamente i tre approcci all'aggiustamento della bilancia dei pagamenti che storicamente hanno riscosso la maggiore attenzione: l'approccio keynesiano, quello monetario e quello di portafoglio (implementazione del secondo). I tre meccanismi che andremo a discutere presentano delle caratteristiche peculiari che verranno evidenziate. In particolare, la letteratura contrappone la visione keynesiana tradizionale, basata sull'apparato elasticità-reddito, alla visione monetarista, che si focalizza sugli squilibri sul mercato della moneta e sulle loro ripercussioni sulla relazione tra reddito e spesa aggregata.

Nel capitolo 6 affronteremo la rilevante questione delle politiche economiche volte a raggiungere gli obiettivi dell'equilibrio interno ed esterno. Verranno presi in considerazione, sia modelli di natura statica che di natura dinamica.

L'ultimo capitolo tratterà il tema dell'inflazione in un sistema aperto, con particolare riferimento all'inflazione importata. Dopo aver analizzato i meccanismi di trasmissione dell'inflazione esterna all'interno del sistema economico considerato, si spenderà qualche parola sulle politiche, di breve e di lungo periodo, volte a debellare l'inflazione, problema questo correlato al problema della disoccupazione (si consideri lo schema di Barro-Gordon). Si tenterà anche di fornire alcuni strumenti per valutare il costo relativo di queste due mali che colpiscono i sistemi economici.

Molte cose aggiuntive si sarebbero potute dire (per esempio, avremmo potuto considerare gli squilibri della bilancia dei pagamenti nell'ambito della teoria dei trasferimenti o intrattenerci sul tradizionale approccio commerciale), come molte cose avrebbero potuto essere tralasciate (per esempio, la grande enfasi data alla teoria della parità dei poteri d'acquisto). Diciamo solo che abbiamo cercato, per quanto ci è possibile, di avvicinarci alla logica interpretativa accolta dagli operatori economici (in particolare da co-

loro che agiscono sul FOREX e su di esso formano le loro aspettative).

Sottolineiamo anche che, in questo saggio, non abbiamo presentato verifiche empiriche delle teorie trattate, in quanto riteniamo che, stante la mole di questo argomento, esso rientra nella statistica e nell'econometria; una tale indagine, supportata da opportuni riferimenti storici, potrebbe essere oggetto, di per sé, di un lavoro successivo.

## 1. IL MERCATO DEI CAMBI ESTERI: STRUMENTI E OPERAZIONI

In questo primo capitolo, come abbiamo evidenziato nell'introduzione, tratteremo del mercato dei cambi esteri, oggi denominato FOREX o FX, fornendo, per prima cosa, un'elencazione degli strumenti e delle operazioni che su di esso avvengono quotidianamente.

Come è noto, tale mercato è il più liquido tra i mercati delle attività finanziarie, in quanto, in esso, vengono scambiate monete contro altre monete. Per definizione, quindi, il FOREX è, volendo citare Kemp (1964, p. 31), una rete di luoghi di comunicazione tra commercianti, un insieme di centri di contrattazione, strettamente collegati tra loro (oggi via Internet), dove gli operatori autorizzati (*broker, dealer*, banche commerciali e banche d'investimento ecc.) acquistano e vendono le valute dei vari paesi. Esso è anche un mercato *over the counter* (OTC), nel senso che le negoziazioni avvengono direttamente tra le parti, al di fuori di un mercato borsistico ufficiale e regolamentato; dal punto di vista operativo, le contrattazioni hanno luogo oggi soprattutto mediante reti informatiche.

Dagli inizi degli anni '70 del XX secolo, dopo il crollo del Sistema di Bretton Woods e il passaggio a un regime di cambi fluttuanti, tale mercato si è espanso costantemente; per fare un esempio, oggi, secondo i dati forniti dalla BRI (Banca dei Regolamenti Internazionali), il volume delle transazioni viene stimato intorno ai 5.000 miliardi di dollari al giorno. Il FOREX funziona tramite una rete globale di banche che ha, come centri principali, Londra, New York, Sidney e Tokyo. Esso, inoltre, se teniamo conto dei diversi fusi orari, è aperto praticamente 24 ore su 24. Le valu-

te più trattate su di esso sono: il dollaro statunitense (USD), l'euro (EUR), lo yen giapponese (JPY), la sterlina inglese (GBP), il franco svizzero (CHF) e il dollaro australiano (AUD); in particolare, USD, EUR e JPY compaiono nella maggior parte delle negoziazioni.

Le domande e le offerte delle diverse monete presenti nel sistema globale provengono da diverse fonti:

- 1) operatori commerciali, nella fattispecie esportatori e importatori, che devono ricevere o effettuare pagamenti in valuta straniera;
- 2) compravendita di valute da parte dei turisti (cambio manuale);
- 3) investitori privati, istituzionali o meno;
- 4) banche commerciali e banche d'investimento;
- 5) *broker* e *dealer* indipendenti;
- 6) banche centrali.

Prima di iniziare la nostra esposizione, ci teniamo a mettere in evidenza che non tutti i domandanti e gli offerenti possono accedere direttamente al FOREX; le contrattazioni vengono, infatti, realizzate dagli operatori istituzionalmente autorizzati (i cosiddetti *trader*): sono essi che, in ultima analisi, concordano i prezzi relativi delle varie valute e determinano l'andamento, spesso volatile, dei tassi di cambio di mercato. Questo per dire che gli altri soggetti (esportatori, importatori, investitori privati ecc.) devono appoggiarsi a essi o fare riferimento al sistema bancario che, tra il proprio personale, include *broker* e *dealer* abilitati ad accedere a tale mercato<sup>1</sup>.

Ricordiamo anche che le banche centrali hanno la facoltà di effettuare acquisti o vendite di valute estere, movimentando le loro riserve ufficiali, allo scopo di influenzare gli andamenti dei tassi di

<sup>1</sup> Su tali operatori ci soffermeremo più avanti, quando parleremo della doppia quotazione delle monete trattate sul FOREX (lettera e denaro).

cambio di mercato. Oggi, quindi, è più opportuno parlare di fluttuazione amministrata, piuttosto che di un sistema di cambi perfettamente flessibili.

### 1.1. IL TASSO DI CAMBIO E LE SUE FUNZIONI

Un tasso di cambio, per definizione, è il prezzo di una moneta in termini di un'altra moneta e, come in tutti i mercati, tale prezzo scaturisce dall'interagire delle forze della domanda e dell'offerta. Per definire correttamente tale prezzo, possiamo prendere in considerazione due valute qualsiasi (si noti che quando si parla di tasso di cambio si fa sempre riferimento a una coppia di monete trattate sul FOREX). Per fare un esempio concreto, possiamo considerare il dollaro statunitense (USD) e il franco svizzero (CHF); con riferimento a queste due monete, il loro prezzo relativo può essere espresso con due modalità diverse, ma del tutto complementari. Si parla infatti di quotazione diretta (incerto per certo, che indicheremo con E) e di quotazione indiretta (certo per incerto, che indicheremo con E'). Per essere precisi, ovvero scevri da ogni ambiguità, è necessario stabilire a priori una valuta di riferimento, una moneta, cioè, che l'operatore considera come la moneta con la quale effettua le valutazioni in termini di guadagni o di perdite (in genere, si tratta della valuta nazionale del paese di residenza del soggetto economico che riversa le sue domande e le sue offerte sul mercato dei cambi esteri). A scopo esemplificativo, decidiamo di considerare USD come valuta nazionale e CHF come valuta estera, ovvero ci poniamo nell'ottica di un agente statunitense.

Fatte queste fondamentali premesse, forniamo ora le due quotazioni con le quali si può esprimere il cambio tra il dollaro USA e il franco elvetico.

Nella quotazione diretta misureremo quanti dollari USA ci vogliono per acquistare un franco svizzero:

$$E = x \left[ \frac{USD}{CHF} \right]$$

Passando alla quotazione indiretta, esprimeremo il tasso di cambio come numero di franchi svizzeri necessari ad acquistare un dollaro:

$$E' = E^{-1} = \frac{1}{x} \left[ \frac{CHF}{USD} \right]$$

Si nota immediatamente che i due prezzi risultano essere l'uno il reciproco dell'altro.

Mettiamo anche in evidenza che, se avessimo cambiato ottica, ovvero se avessimo considerato il franco svizzero quale valuta di base, la prima quotazione diverrebbe indiretta (unità di valuta estera per un'unità di valuta nazionale) e la seconda diretta (unità di valuta nazionale per unità di valuta estera). Osserviamo anche che la valuta variabile rispetto a quella di base può essere denominata valuta secondaria o contro valuta.

Il mercato dei cambi può essere, senza alcun dubbio, qualificato quale mercato perfetto, nel senso che in esso si stabilisce la legge del prezzo unico. Questo vuol dire, in primo luogo, che sulle diverse piazze o luoghi di contrattazione, grazie agli arbitraggi, sui quali ci intratterremo nel prossimo paragrafo, ogni coppia di monete deve avere lo stesso prezzo<sup>2</sup>. Osserviamo anche che i *trader* che operano sul FOREX devono possedere una licenza rilasciata dalle autorità competenti nei diversi paesi (in Italia tale ruolo viene svolto dalla CONSOB).

Ci pare doveroso mettere anche in rilievo che, su questo mercato, vengono trattate, in primo luogo, le cosiddette “divise”, attività che assumono, in genere, la forma di conti correnti banca-

<sup>2</sup> Prescindiamo, per non complicare la trattazione, dalla considerazione dei costi di transazione, che assumono sostanzialmente la forma di commissioni percepite dagli operatori autorizzati ad accedere al FOREX.

ri in valuta (un tempo si parlava, con riferimento a esse, di cambio traiettizio)<sup>3</sup>.

Dopo aver fatto queste considerazioni di base, ci sembra opportuno, prima di addentrarci a esaminare i vari strumenti scambiati sul FOREX, spendere qualche parola sulle principali funzioni economiche svolte dai tassi di cambio.

Per prima cosa, dato che i prezzi monetari dei beni dei diversi paesi sono espressi nelle rispettive monete nazionali, un confronto tra gli stessi è possibile solo dopo aver convertito prezzi disomogenei in un'unica unità di conto (omogeneizzazione delle unità di misura). Dopo aver effettuato tale operazione, infatti, è possibile compiere un confronto che ci consente di stabilire una relazione d'ordine tra i prezzi considerati.

Per fare un esempio elementare, possiamo focalizzarci su uno stesso bene (denominiamolo merce X) con i rispettivi prezzi in due diversi paesi (Paese A e Paese B). La coerenza economica, la legge del prezzo unico, legge che, in questo caso diventa anche, con riferimento al bene in oggetto, teoria della parità dei poteri d'acquisto<sup>4</sup>, richiede che il bene in questione abbia lo stesso prezzo nei due luoghi di contrattazione. Quotando il cambio incerto per certo, ovvero assumendo il Paese A come economia nazionale e il Paese B come resto del mondo, in un mercato globale perfetto, dovrebbe quindi sussistere la seguente eguaglianza:

$$P_A = E \times P_B$$

Risulta lapalissiano che qualora tale uguaglianza non sia verificata, sorgono delle proficue opportunità di arbitraggio mercantile tra le due piazze: i *trader*, cioè, acquisteranno la merce in questione dove costa meno per rivenderla dove il prezzo risulta maggiore.

<sup>3</sup> Il cambio manuale, ossia l'acquisto o la vendita di banconote aventi corso legale nello Stato di emissione è limitatissimo, in quanto concerne essenzialmente i flussi turistici.

<sup>4</sup> Su di essa ci intratterremo adeguatamente nel capitolo 5.

Agendo in questo modo, tuttavia, gli assetti di mercato cambiano: in particolare, la spinta della domanda farà salire il prezzo nel paese dove esso è più contenuto e la spinta dell'offerta lo farà scendere nel paese dove esso è più elevato<sup>5</sup>.

Ritorniamo ora ai tassi di cambio allo scopo di fornire una definizione non equivoca dei mutamenti degli stessi sul mercato.

Con riferimento all'iniziale esempio, che prendeva in considerazione il dollaro USA (USD) e il franco svizzero (CHF), considerando la quotazione diretta o quotazione incerto per certo, possiamo stabilire quanto segue:

- quando il tasso di cambio  $E$  diminuisce il dollaro si apprezza e il franco si deprezza;
- quando il tasso di cambio  $E$  aumenta il dollaro si deprezza e il franco si apprezza.

Se passiamo alla quotazione indiretta, ovvero al certo per incerto, i termini della questione, ovviamente, si invertono.

In sintesi, quando una moneta si apprezza rispetto a un'altra moneta, si suole anche affermare che essa diventa più forte, nel senso che un'unità della prima valuta acquista una maggior quantità della seconda. In caso di deprezzamento della valuta di riferimento le conclusioni, ovviamente, si ribaltano.

Come vedremo meglio nei capitoli che seguiranno, esiste anche un tasso di cambio denominato reale ( $p$ ), che si distingue da quello nominale ( $E$ ), tasso sul quale ci siamo focalizzati finora. Anticipiamo che il tasso reale o ragione di scambio è, per definizione, il prezzo relativo dei beni di un paese relativamente ai beni di un altro paese. In termini formali:

$$p = \frac{EP^*}{P} \left[ \frac{Y}{Y^*} \right]$$

<sup>5</sup> In questo esempio abbiamo ipotizzato che il tasso di cambio rimanga fisso (regime di cambi rigidi).

con

$P$  = prezzo dei beni interni (con riferimento a un paniere unitario rappresentativo del PIL reale del Paese A)

$P^*$  = prezzo dei beni esterni (con riferimento a un paniere unitario rappresentativo del PIL reale del Paese B)

$E$  = tasso di cambio nominale quotato incerto per certo

Nell'esempio proposto, quindi, il tasso di cambio reale deve essere interpretato come unità di ben nazionali necessari per acquisire un'unità di bene estero. Esso ha, quindi, una forte valenza quale indicatore della competitività commerciale di un paese sui mercati internazionali.

In particolare, si può notare quanto segue (supponiamo, per il momento, che i prezzi  $P$  e  $P^*$  siano dati):

- un apprezzamento nominale della valuta del Paese A ( $dE < 0$ ) rende i beni esteri relativamente meno costosi e, al tempo stesso, diminuisce la competitività del paese in questione;
- un deprezzamento nominale della valuta del Paese A ( $dE > 0$ ) aumenta il prezzo relativo dei beni esteri e accresce la competitività delle merci nazionali.

A solo scopo di richiamo, il punto verrà sviluppato nei capitoli successivi, facciamo osservare che i mutamenti della ragione di scambio hanno un riflesso diretto innanzitutto sui flussi commerciali del paese considerato. In particolare, si manifestano, in casi normali, i seguenti effetti:

- gli aumenti di  $p$  stimolano le esportazioni e disincentivano le importazioni di beni e di servizi;
- le flessioni di  $p$ , invece, incentivano le importazioni e deprimono le esportazioni di beni e di servizi.

Tornando al FOREX, è doveroso sottolineare che esso svolge un secondo ruolo fondamentale, nel senso che rende possibili i paga-

menti internazionali relativi agli scambi commerciali registrati nel conto corrente della bilancia dei pagamenti di ogni paese. Ci sono poi tutti i regolamenti relativi ai movimenti di capitale denominati autonomi e che risultano connessi agli investimenti esteri (diretti e di portafoglio), flussi, questi, che, nell'attuale contesto globalizzato, assumono, in termini quantitativi, una rilevanza enorme (il punto è stato sottolineato nell'introduzione).

Prima di concludere questo primo paragrafo è necessario sottolineare che, senza la presenza di un FOREX, si dovrebbe ritornare al cambio manuale, o addirittura al baratto, per poter effettuare scambi con altri paesi, e queste limitazioni imporrebbero al sistema economico costi di transazione molto elevati.

## 1.2. GLI OPERATORI DEL FOREX E LA DOPPIA QUOTAZIONE: LETTERA VS DENARO

Abbiamo già accennato che sul mercato dei cambi possono agire in via diretta, come compratori o come venditori, esclusivamente gli intermediari o *trader* autorizzati a livello istituzionale. Gli altri agenti economici che necessitano di acquistare o di vendere valute estere devono, quindi, rivolgersi a essi o alle banche che, tra i loro dipendenti, hanno in servizio tale fattispecie di intermediari ufficiali.

Negli Stati Uniti essi vengono denominati, lo abbiamo già detto, con il termine tecnico di *trader*, operatori che devono cioè essere abilitati ad agire sul FOREX dalla SEC (Security and Exchange Commission<sup>6</sup>) e che sono monitorati dall'ente governativo NASD (National Association of Securities Dealers).

Questi intermediari possono agire, sia come *broker*, sia come *dealer*: nel primo caso eseguono semplicemente gli ordini trasmessi

<sup>6</sup> L'equivalente della Consob in Italia.

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

AA.VV., 2017, "Il mondo globale" – "Una storia economica", Torino, G. Giappichelli Editore, a cura di Franco Amatori e Andrea Colli.

ALEXANDER S.S., 1952, "Gli effetti di una svalutazione sulla bilancia commerciale", in Basevi G. (a cura di), 1971, "La bilancia dei pagamenti", Bologna, Società editrice il Mulino.

ARCELLI M., 1994, "Economia e politica monetaria", Padova, CEDAM.

BALL R.J., BURNS T., LAURY J.S.E. (1977), "The Role of Exchange Rate Changes in Balance of Payments Adjustment: the United Kingdom Case", *Economic Journal*, marzo.

BARRO R., GORDON D., 1983, "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, 12, pp. 101-121.

BASEVI G. (a cura di), 1971, "La bilancia dei pagamenti", Bologna, Società editrice il Mulino.

BLANCHARD O., 2006, "Macroeconomia", Bologna, Società editrice il Mulino.

BRANSON W.H., 1977, "A 'Keynesian' Approach to Worldwide Inflation", in Krause L.B., Salant W.S. (a cura di), 1977, "Worldwide Inflation", The Brookings Institution, Washington.

CARAMELLI V., 1978, "Approcci alternativi alla bilancia dei pagamenti: alcune considerazioni sulla loro rilevanza per il caso italiano", Torino, Fondazione Agnelli, Quaderno 25/1978.

CASPRINI F., 1977, "Sugli effetti perversi della svalutazione: un'analisi di disequilibrio", *Giornale degli Economisti*, marzo-aprile.

- COOPER R.N., 1977, "Monetary Theory and Policy in an Open Economy", in Herlin J., Lindbeck A., Myhrman J. (a cura di), 1977, "Flexible Exchange Rates and Stabilization Policy", Londra, MacMillan.
- CROCKETT A., 1977, "International Money", Londra, Nelson.
- DE GRAUWE P., 1993, "Economia dell'integrazione monetaria", Bologna, il Mulino.
- DORNBUSCH R., FISCHER S., 1985, "Macroeconomia", Bologna, il Mulino.
- DORNBUSCH R., 1973, "Devaluation, Money, and Non-traded Goods", in FRENKEL J.A., JOHNSON H.G. (a cura di), 1976, "The Monetary Approach to the Balance of Payments", Londra, George Allen & Unwin.
- DORNBUSCH R., 1975, "Exchange Rates and Fiscal Policy in a Popular Model of International Trade", *American Economic Review*, dicembre.
- DORNBUSCH R., 1976a, "Capital Mobility Flexible Exchange Rates and Macroeconomic Equilibrium", in CLASSEN E. e SALIN P. (a cura di), 1976, "Recent Issues in International Monetary Economics", Amsterdam, North-Holland.
- DORNBUSCH R., 1976b, "Expectations and Exchange Rate Dynamics", *Journal of Political Economy*, vol. 84, n° 6, pp. 1161-1176.
- DORNBUSCH R., 1977, "The Theory of Flexible Exchange Rate Regimes and Macroeconomic Policy", in Herlin J., Lindbeck A., Myhrman J. (a cura di), "Flexible Exchange Rates and Stabilization Policy", Londra, MacMillan.
- DORNBUSCH R., 1980, "Open Economy Macroeconomics", New York, Harper International Edition.
- FABOZZI F.J., MODIGLIANI F., 1995, "Mercati finanziari" – "Strumenti e istituzioni", Bologna, Società editrice il Mulino.
- FLEMING J.M., 1962, "Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates", *International Monetary Fund Staff Paper*, novembre.

- FLEMING J.M., 1971, "Essays in International Economics", Harvard, Harvard University Press.
- FRENKEL J.A., JOHNSON H.G., 1976, "The Monetary Approach to the Balance of Payments", Londra, George Allen & Unwin Ltd.
- FRIED J., 1973, "Inflation Unemployment Trade – Off under Fixed and Floating Exchange Rates", Canadian Journal of Economics, febbraio.
- GANDOLFO G., 1970, "Aggiustamento della bilancia dei pagamenti ed equilibrio macroeconomico", Milano, Angeli.
- GANDOLFO G., 1977, "Metodi di dinamica economica", Milano, ISEDI.
- GANDOLFO G., 1978, "Economia internazionale monetaria", Milano, ISEDI.
- GANDOLFO G., 1994, "Corso di economia internazionale", vol. II, "Economia internazionale monetaria", Torino, UTET.
- GARAVELLO O., 1979, "Politica economica ed equilibrio esterno: modelli di analisi", Milano, Vita e pensiero.
- HABERLER G., 1949, "Il mercato dei cambi e la stabilità della bilancia dei pagamenti: un'analisi teorica", in Basevi G. (a cura di), 1971, "La bilancia dei pagamenti", Bologna, Società editrice il Mulino.
- HICKS J., 1975, "What's Wrong with Monetarism", Lloyds Bank Review, ottobre.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, 1977, "The Monetary Approach to the Balance of Payments", Washington DC.
- JOHNSON H.G., 1958a, "Il problema dei trasferimenti e la stabilità dei cambi", in Basevi G. (a cura di), 1971, "La bilancia dei pagamenti", Bologna, Società editrice il Mulino.
- JOHNSON H.G., 1958b, "Verso una teoria generale della bilancia dei pagamenti", in Basevi G. (a cura di), 1971, "La bilancia dei pagamenti", Bologna, Società editrice il Mulino.
- JOHNSON H.G., 1972, "The Monetary Approach to Balance-of-Payments Theory", in Frenkel J.A., Johnson H.G. (a cura di),

- 1976, "The Monetary Approach to the Balance of Payments", Londra, George Allen & Unwin.
- JOHNSON H.G., 1976, "The Monetary Theory of Balance-of-Payments Policy", in Frenkel J.A., Johnson H.G. (a cura di), 1976, "The Monetary Approach to the Balance of Payments", Londra, George Allen & Unwin.
- KATZ L., 1986, "Efficiency Wages: A Partial Evaluation", NBER Macroeconomic Annual, pp. 235-276.
- KEMP D.S., 1975, "A Monetary View of the Balance of Payments", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, aprile.
- KEMP M.C., 1964, "Il mercato dei cambi nel breve periodo", in BASEVI G. (a cura di), 1971, "La bilancia dei pagamenti", Bologna, Società editrice il Mulino.
- KEYNES J.M., 1986, "Teoria generale dell'occupazione dell'interesse e della moneta", Torino, UTET.
- KINDLEBERGER C.P., 1969, "Economia internazionale", Milano, ETAS Kompass.
- KRUGMAN P.R., OBSTFELD M., 2003a, "Economia internazionale", vol. 1, "Teoria e politica del commercio internazionale", Milano, Ulrico Hoepli Editore S.p.A.
- KRUGMAN P.R., OBSTFELD M., 2003b, "Economia internazionale", vol. 2, "Economia monetaria internazionale", Milano, Ulrico Hoepli Editore S.p.A.
- KRUGMAN P., 2009, "Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008", Milano, Garzanti Libri S.p.a.
- KYLE J.F., 1976, "The Balance of Payments in a Monetary Economy", Princeton, Princeton University Press.
- LANCASTER K., 1968, "Mathematical Economics", New York, Dover Publications.
- LAURSEN S., METZLER L.A., 1950, "Flexible Exchange Rates and The Theory of Employment", The Review of Economics and Statistics, vol. 32, novembre.
- LETI G., 1983, "Statistica descrittiva", Bologna, Società editrice il Mulino.

- LEVIN J.H., 1974, "IS-LM, and External Equilibrium: Some Extensions", *Economia Internazionale*, maggio.
- LEVINE D.M., KREHBIEL T.C., BERENSON M.L., 2002, "Statistica", Milano, APOGEO.
- MACHLUP F., 1966, "International Monetary Economics", Londra, George Allen & Unwin.
- MANKIW N.G., 1994, "Macroeconomia", Bologna, Zanichelli Editore S.p.A.
- MARTINENGO G., 1976, "Moneta, inflazione e bilancia dei pagamenti", *Note Economiche*, gennaio-febbraio.
- MARZANO F., 1975, "Il 'Cambridge Debate' e l'assegnazione di strumenti a obiettivi nella teoria della politica economica", *Ricerche Economiche*, gennaio-marzo.
- MCKINNON R.I., 1969, "Equilibrio di portafoglio e aggiustamento dei pagamenti internazionali", in Basevi G. (a cura di), 1971, "La bilancia dei pagamenti", Bologna, Società editrice il Mulino.
- MEADE J.E., 1952, "The Theory of International Economic Policy", vol. 1, "The Balance of Payments", London, Oxford University Press.
- METZLER L.A., "La teoria del commercio internazionale", in ELLIS H.S., 1953, "L'economia contemporanea", Torino, UTET.
- METZLER L.A., 1969, "Il processo di aggiustamento internazionale in condizioni di pieno impiego: un'analisi keynesiana", in BASEVI G. (a cura di), 1971, "La bilancia dei pagamenti", Bologna, Società editrice il Mulino.
- MICHAELY M., 1960, "Relative-Prices and Income-Absorbition Approaches to Devaluation: a Partial Reconciliation", *American Economic Review*, marzo.
- MUNDELL R.A., 1960, "La dinamica monetaria dell'aggiustamento internazionale nel sistema dei cambi fissi e in quello dei cambi flessibili", in BASEVI G. (a cura di), 1971, "La bilancia dei pagamenti", Bologna, Società editrice il Mulino.

- MUNDELL R.A., 1962, "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability", International Monetary Fund Staff Papers, marzo.
- MUNDELL R.A., 1963, "Mobilità dei capitali e politiche stabilizzatrici nel sistema dei cambi fissi e in quello dei cambi flessibili", in BASEVI G. (a cura di), 1971, "La bilancia dei pagamenti", Bologna, Società editrice il Mulino.
- MUNDELL R.A., 1968a, "Barter Theory and the Monetary Mechanism of Adjustment", in Frenkel J.A., Johnson H.G. (a cura di), 1976, "The Monetary Approach to the Balance of Payments", Londra, George Allen & Unwin.
- MUNDELL R.A., 1968b, "La bilancia dei pagamenti", in BASEVI G. (a cura di), 1971, "La bilancia dei pagamenti", Bologna, Società editrice il Mulino.
- MUNDELL R.A., 1974, "Economia internazionale", Torino, UTET.
- OKUN A.M., 1962, "Potential GNP: its Measurement and Significance", Statistical Association, Proceedings of the Business and Economics Statistics Section.
- ONIDA F., 1984, "Economia degli scambi internazionali", Bologna, Società editrice il Mulino.
- PEARCE I.F., 1961, "The Problem of the Balance of Payments", International Economic Review, gennaio.
- PETIT M.L., 1978, "Il circolo vizioso svalutazione-inflazione: un'analisi dinamica", Note Economiche, maggio-giugno.
- PHILLIPS A.W., 1958, "The Relationship between Unemployment and Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom, 1861-1957", *Economica*, 25, novembre.
- POLAK J.J., 1962, "International Coordination of Economic Policy", International Monetary Fund Staff Papers, luglio.
- SALTER W.E., 1959, "Internal and External Balance: the Role of Price and Expenditure Effects", *Economic Record*, agosto.
- SALVATORE D., 1999, "Economia internazionale", Roma, Carocci editore S.p.A.

- SCAMMEL W.M., 1975, "International Monetary Policy. Bretton Woods and after", Londra, MacMillan.
- SCHNEIDER E., 1970, "Bilancia dei pagamenti e corso dei cambi", Torino, UTET.
- SCITOVSKY T., 1977, "Moneta e bilancia dei pagamenti", Firenze, La Nuova Italia.
- SÖDERSTEN B., 1976, "Economia internazionale", Torino, UTET.
- SOLOW R. 1956, "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, 70, pp. 65-94.
- STERN R.M., 1973, "The Balance of Payments: Theory and Economic Policy", Londra, MacMillan.
- STOLPER W.F., 1950, "The Multiplier, Flexible Exchanges, and International Equilibrium", *Quarterly Journal of Economics*, novembre.
- SWAN I., 1960, "Economic Control in a Dependent Economy", *Economic Record*, marzo.
- SWAN T.W., 1955, "Longer-run Problems of the Balance of Payments", in Caves R.E., Johnson H.G. (a cura di), 1975, "Readings in International Economics", Londra, George Allen & Unwin.
- SWOBODA A.K., 1972, "Equilibrium, Quasi-equilibrium, and Macroeconomic Policy under Fixed Exchange Rates", *Quarterly Journal of Economics*.
- TEW B., 1989, "L'evoluzione del sistema monetario internazionale", Bologna, Società editrice il Mulino.
- TINBERGEN J., 1955, "Sulla teoria della politica economica", Milano, L'Industria.
- TINBERGEN J., 1969, "Principi e metodi della politica economica", Milano, Angeli.
- TINBERGEN J., 1981, "Centralization and Decentralization in Economic Policy", Greenwood Press.
- TRIFFIN R., 1968, "Il sistema monetario internazionale. Ieri, oggi e domani", Einaudi, Torino, 1973.

- TURCHIN P., 2003, "Historical Dynamics" – "Why States Rise and Fall", Princeton, New Jersey (USA), Princeton University Press.
- TURNOVSKY S.J., 1976, "The Dynamics of Fiscal Policy in an Open Economy", *Journal of International Economics*, maggio.
- TURNOVSKY S.J., 1977, "Macroeconomic Analysis and Stabilization Policy", Cambridge, Cambridge University Press.
- TURNOVSKY S.J., KASPURA A., 1974, "An Analysis of Imported Inflation in a Short-run Macroeconomic Model", *Canadian Journal of Economics*, agosto.
- VACIAGO G., 1978, "Teoria e politica monetaria", Bologna, Società editrice il Mulino.
- VALLI V., 1986, "Politica economica" – "I modelli, gli strumenti, l'economia italiana", Roma, La Nuova Italia Scientifica.
- VINES D., 1976, "Economic Policy for an Open Economy: Resolution of the New School's Elegant Paradoxes", *Australian Economic Papers*, dicembre.
- WILSON T., 1976, "Effective Devaluation and Inflation", *Oxford Economic Papers*, marzo.
- WRIGHTSMAN D., 1970, "IS, LM, and External Equilibrium: a Graphical Analysis", *American Economic Review*, marzo.
- YELLEN J., 1984, "Efficiency Wage Models of Unemployment", *American Economic Review Papers and Proceedings*, maggio, pp. 200-205.
- ZENEZINI M., 1980, "L'equilibrio della bilancia dei pagamenti", Milano, Etas Libri.