

LUISS



Corso di laurea in Impresa e Management

Cattedra in Economia dei mercati e degli intermediari
finanziari

ANALISI DEI MERCATI DI VALUTE E DELLA LORO STORIA

Relatore: Prof. Alfredo Pallini

Nome e Matricola: Amodio Matteo Maisto 255421

ANALISI DEI MERCATI DI VALUTE E DELLA LORO STORIA

INDICE

Introduzione	1
1) Mercato dei cambi	2
1.1 Cosa sono i tassi dei cambi.....	3
1.2 Funzionamento del mercato dei cambi.....	4
1.3 Tasso di cambio a breve e lungo termine.....	4
1.4 Spiegazioni delle variazioni nel tasso di cambio.....	5
1.5 Tassi di cambio fissi.....	7
2) Storia del mercato dei cambi	7
2.1 Il sistema del <i>gold standard</i>	7
2.2 Accordi di <i>Bretton Woods</i>	8
2.3 Il mercato dei cambi fluttuanti (<i>Forex</i>).....	10
2.4 SME.....	11
2.5 EURO.....	12
3) Istituzioni nel mercato dei cambi	13
3.1 BCE.....	13
3.2 SEBC.....	15
3.3 Banche commerciali, rischio di cambio e mercato interbancario.....	15
4) Strumenti finanziari per la copertura del rischio di cambio	17
4.1 Currency swap.....	17
5) Commento di eventi rilevanti nella storia	18
5.1 Crisi del 1992 della lira e della sterlina.....	18
5.2 Crisi del 2021 della lira turca.....	19
5.3 Svalutazione della lira del 1976.....	20

INTRODUZIONE

L'obiettivo di quest'elaborato è portare avanti un'analisi sui mercati dei cambi dando quindi una visione dettagliata di cosa sia un mercato dei cambi (o di valute) e il suo funzionamento, mostrare cosa sia un tasso di cambio, come un tasso di cambio vari nel breve e nel lungo termine e la-- differenza tra un tasso di cambio variabile e uno fisso. Una volta superata questa fase iniziale e definita in ogni suo aspetto la nozione di mercato di cambio si potrà andare a analizzare il ruolo che questo tipo di istituzione ha avuto nel corso della storia e come gli eventi storici e le politiche economiche abbiano modificato il funzionamento di questi mercati, avvalendoci principalmente dell'analisi di tre "fasi principali" che hanno attraversato questo tipo di mercati nel corso degli ultimi secoli. Una volta conclusa l'analisi storica e aver compreso come si è andato costituendo l'odierno mercato delle valute per approfondirne il funzionamento si rivela fondamentale la conoscenza delle istituzioni che vi operano, dunque occorre analizzare quali siano le istituzioni europee in grado di operare in questo mercato e che possano concretamente influenzare i tassi di cambio. Comprendere il funzionamento del mercato delle valute implica la comprensione dei suoi rischi, i quali andranno analizzati affiancati dall'analisi di uno strumento finanziario nato per la copertura del rischio dato dall'oscillazione dei tassi di cambio. Infine, potremo sfruttare le conoscenze così acquisite per l'analisi e il commento di alcuni eventi storici di grande rilevanza attinenti al mercato delle valute, i quali hanno comportato la svalutazione di alcune valute e conseguenti crisi, e le politiche successivamente adottate per risolvere tali controversie. Per la scrittura di questa tesi e per il sostenimento delle idee in essa portate ci si avvale di un'ampia bibliografia composta da testi didattici, saggi, ricerche scientifiche e dati raccolti da istituti statistici accreditati al fine di avere una conoscenza completa e veritiera sull'argomento trattato.

CAPITOLO 1: MERCATO DEI CAMBI⁽³⁾

Il mercato dei cambi, come ci dice stesso il nome (Forex) è il mercato in cui avviene lo scambio di diverse valute e in cui attraverso il libero incontro di domanda e offerta vengono stabiliti i tassi di cambio, esso è un mercato che presenta numerose peculiarità oltre all'oggetto delle contrattazioni in sé. Il mercato dei cambi è peculiare, in primo luogo, per l'immensa mole di transazioni che avvengono su di esso ogni giorno, stando ai dati della rassegna trimestrale BRI del 2016⁽¹⁾, in quell'anno le transazioni giornaliere sui mercati di valute avevano il valore medio di 5100 miliardi di dollari e il dato di tale annata era in flessione rispetto agli anni precedenti. L'enorme vastità di transazioni è garantita dalla necessità di diverse valute in ogni parte del mondo per lo svolgimento del mercato globale. L'effetto principale di questo gran numero di scambi che avvengono 24 ore al giorno è la grande liquidità del mercato delle valute, cioè la possibilità di convertire rapidamente un investimento da una valuta all'altra a seconda delle esigenze dell'investitore in modo tale da ridurre al minimo eventuali perdite. Altre caratteristiche del mercato *forex* sono l'ampio decentramento, un grande numero di operatori attivi su di esso (di cui si parlerà più approfonditamente in seguito) e infine la grande varietà di fattori che modificano i tassi di cambio (anche di ciò seguirà approfondimento). Analizzando invece su cosa nello specifico si concentrano le contrattazioni vediamo che esse sono in una parte minoritaria da attribuirsi all'acquisto di valute *spot*, cioè del semplice scambio di valute al tasso di cambio corrente, invece la gran parte delle transazioni in questo mercato riguardano strumenti finanziari derivati, per un ammontare del circa 65% delle transazioni relative al dollaro stando al *triennial bank survey* del 2004⁽²⁾, tale dato per quanto datato e relativo a una sola valuta è indicativo di come l'enorme mole di fondi che si muovono in questa mercato sia dovuta principalmente alla trattazione di strumenti finanziari derivati. Nella varietà di modi in cui queste transazioni possono

(BRI 2016) https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1612_it.htm¹

(Triennial Bank Survey 2004) <https://www.bis.org/publ/rpfx05t.pdf>²

Istituzioni e mercati finanziari di Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins³

avvenire occorre citare anche le così dette operazioni in cambi a termine in cui si sceglie di far avvenire lo scambio di denaro in una data futura prestabilita con un tasso di cambio che sia anch'esso già noto. Osservando i grafici sull'andamento dei tassi di cambio è visibile come anche in questo mercato vi sia una certa dose di volatilità data dalle oscillazioni dell'economia globale, ciò è molto evidente se parliamo di valute di paesi con economie meno stabili, ad esempio tra il 2020 e il 2021 il valore della lira turca è oscillato per oltre il 50% del suo valore, si osservano episodi di alta volatilità anche in economie considerate più "sicure" come in quella coreana, dove nello stesso periodo si è registrata una volatilità del 9%. La volatilità del mercato delle valute lo rende luogo di grandi opportunità di profitto e al contempo di grande rischio. Esaminata la nozione di mercato dei cambi passiamo al suo elemento fondamentale, il tasso di cambio, e le cause dei suoi oscillamenti. Nel mercato delle valute vige l'ipotesi dell'efficienza dei mercati, qualora essi siano lasciati liberi di fluttuare, ciò significa che non sono possibili operazioni di arbitraggio, in un mercato con cambi fissi invece ciò che limita la possibilità di compiere arbitraggi sono le operazioni delle banche centrali .

1.1 Cosa sono i tassi dei cambi⁽⁴⁾

Il tasso di cambio è definito come la quantità di una valuta acquistabile con una unità di un'altra valuta, esso è determinato sul mercato delle valute ed è quindi soggetto a fluttuazioni date dalle variazioni di domanda e di offerta delle singole valute. Le variazioni del tasso di cambio sono definite "apprezzamenti" quando il valore della valuta nazionale cresce rispetto a quella estera e deprezzamenti quando questo valore si abbassa. Un apprezzamento del tasso di cambio nominale però non dà una rappresentazione concreta del potere di acquisto di una moneta, per far ciò occorre calcolare il tasso di cambio reale che è definibile come il prezzo di un insieme di beni

prodotti nell'economia domestica in termini di beni prodotti nell'economia estera, un metodo per il calcolo del tasso reale di cambio è fare il rapporto tra l'indice dei prezzi esteri espresso in valuta domestica e l'indice dei prezzi interni, in tal modo possiamo calcolare il numero di panieri prodotti nell'economia interna necessari per acquistare il paniere prodotto nell'economia estera. Ponendo in esempio una situazione in cui esiste un solo bene commerciato, ad esempio l'acqua e che questa costi 50 centesimi al litro in America e 1€ in Italia e poniamo ad esempio che il cambio nominale euro dollaro sia 1.2; in questa ipotesi noteremo che con 1000\$ possiamo comprare 833,33€, una situazione in cui il cambio nominale è apparentemente favorevole all'economia italiana, ma osservando i prezzi dei beni notiamo anche che con 1000\$ compriamo 2000 litri d'acqua mentre in Italia con 833.33€ compriamo solo 833.33 litri d'acqua. A livello macroeconomico ciò che interessa agli operatori economici è il tasso di cambio reale poiché è esso a dare una reale misura della differenza di potere d'acquisto, le variazioni del tasso di cambio nominale invece sono rilevanti per un'economia solo nel momento in cui il livello dei prezzi rimane costante. Infine, si può calcolare il tasso di cambio incrociato, cioè il tasso di cambio ottenuto in modo indiretto grazie alla conoscenza del tasso di cambio delle due monete con una terza, il calcolo consiste nel rapporto tra il tasso di cambio della valuta estera con la terza valuta e il tasso di cambio tra la valuta domestica e la terza valuta.

1.2 Tasso di cambio a breve e a lungo termine

Come anticipato precedentemente le operazioni nel mercato dei cambi possono essere a breve termine, anche dette a pronti, cioè con uno scambio immediato delle valute, oppure possono essere a termine, il che significa che nelle data odierna si definiscono i

parametri della transazione, cioè quantità di valute, data di compensazione e tasso di cambio, e poi in un secondo momento avviene lo scambio vero e proprio. Compiere operazioni a lungo termine è un modo per precauzionarsi dall'oscillazione dei cambi, ad esempio, quando si attende un pagamento in valuta estera previsto tra qualche mese. Il mercato delle valute a termine è di un'importanza che non va sottovalutata, si stima che circa il 35% dei dollari scambiati ogni anno lo siano tramite operazioni a termine. Il tasso di cambio a termine è molto sensibile agli andamenti dei tassi d'interesse operati dalle banche centrali, perché esso è calcolato dalle banche tenendo conto dei tassi d'interesse che pagano i depositi di valute scambiati. Il rischio di tali operazioni è chiaramente il deprezzamento della valuta acquistata nel periodo che intercorre alla conclusione del contratto e l'effettivo scambio di valute, se ciò avverrà si finirà per pagare una valuta a un prezzo maggiore di quello praticato dal mercato perdendo ogni possibilità di guadagno.

1.3 Spiegazioni delle variazioni dei tassi di cambio⁽⁵⁾

Iniziamo col dire che il tasso di cambio può essere lasciato variare liberamente sul mercato o essere tenuto costante nel regime di tassi fissi, il regime dei tassi fissi sarà approfondito nel paragrafo successivo, si analizza di seguito cosa porta alle variazioni dei tassi di cambio e quali siano i loro effetti. In primo luogo, va detto che il tasso di cambio non è un obiettivo della politica monetaria della BCE, essa non cerca di influenzarlo con le varie operazioni di politica monetaria ma ha come obiettivo il controllo dell'inflazione. Va inoltre aggiunto che i paesi del G20 si sono impegnati a astenersi da svalutazioni competitive e a non influenzare i tassi di cambio con fini concorrenziali. Ciò che interessa maggiormente alla BCE è l'effetto che un deprezzamento della valuta ha sull'inflazione, l'inflazione è ciò che le banche centrali mirano a contenere, a tale scopo modificano i tassi d'interesse e di conseguenza si arriva a variazioni della domanda e dell'offerta di moneta. Dunque, è chiaro come vi sia un rapporto ambivalente tra inflazione e tassi di cambio, se da un lato l'inflazione rende

sfavorevole il tasso di cambio reale, dall'altro il tasso di cambio varia in virtù delle operazioni di mercato aperto portate avanti per contenere l'inflazione. In generale sono 4 i fattori che influenzano l'andamento dei tassi di cambio nel lungo periodo: 1) Le barriere commerciali: portano ad apprezzamenti. 2) Importazioni: il loro incremento porta la valuta nazionale a deprezzarsi. 3) Esportazioni: se crescono portano un apprezzamento.

4) La produttività: induce a un tasso di cambio superiore. Tale elenco di fattori che causano le variazioni nei tassi di cambio uniti al rapporto tra tasso di cambio e inflazione mostrano come le variazioni dei tassi di cambio siano date da variazioni nei poteri di acquisto delle due valute, ciò significa che un abbassamento del potere di acquisto di una valuta misurato da un aumento dei prezzi porta a un deprezzamento della valuta, questa legge è detta "teoria della parità del potere d'acquisto". Infine, il fattore che più influenza il tasso di cambio è il rendimento delle attività nazionali rispetto a quelle estere, variazioni del rendimento delle attività in valuta nazionale comportano spostamenti della curva di domanda di valuta nazionale, chiaramente più cresce il rendimento di queste attività più cresce la domanda di valuta. Essendo il tasso di cambio, come ogni cosa che si determina in un mercato, dato dall'incontro tra domanda e offerta possiamo vedere come la valuta si apprezzi nel momento in cui cresce il rendimento delle attività denominate in valuta nazionale. Rispetto a quanto detto precedentemente possiamo concludere che l'effetto opposto è dato da un aumento dei tassi d'interessi esteri i quali portano a un deprezzamento della valuta nazionale. Come accennato precedentemente l'effetto più evidente di un apprezzamento o deprezzamento della valuta nazionale si ha su importazioni e esportazioni, in caso di svalutazione della valuta nazionale, in questo caso l'euro nei confronti del dollaro, ai possessori di dollari risulterà molto più conveniente acquistare beni europei poiché il loro prezzo in dollari sarà calato, ciò si traduce quindi in un aumento della esportazioni e quindi della domanda di beni nazionali, viceversa avremo l'effetto opposto in caso di apprezzamento. Infine, concludiamo dicendo che un aumento del tasso di cambio atteso in futuro genera nel

presente una variazione della domanda di una valuta poiché un aumento di tale tasso nel futuro porta a un aumento del rendimento di un'attività acquistata oggi.

1.4 Tassi di cambio fissi⁽⁶⁾

Secondo l'associazione nazionale enciclopedia della banca e della borsa il tasso di cambio si definisce fisso quando viene stabilito ufficialmente il prezzo della moneta nazionale rispetto all'oro o rispetto ad altre valute⁽⁷⁾, a favore di questo sistema si invoca la certezza nel cambio, la quale può essere utile per l'espansione del commercio internazionale, tale effetto positivo viene controbilanciato dal fatto che eventuali variazioni nei tassi saranno brusche e cospicue e quindi avranno effetti pesanti sull'economia, inoltre i cambi flessibili garantiscono il costante aggiustamento e una maggiore indipendenza delle politiche interne. I sostenitori del cambio fisso inoltre ritengono che esso sia preventivo a speculazioni nel mercato dei cambi e al deflusso di capitali. In regime di tassi di cambio fissi il cambio può essere modificato soltanto da una decisione della banca centrale con operazioni dette rivalutazione o svalutazione a seconda che il prezzo della valuta estera in termini di valuta straniera cresca o cali. La problematica principale dei tassi fissi è che in tali regimi la politica monetaria diventa inefficace poiché la bilancia dei pagamenti è correlata alla politica monetaria. Numerose sono le cui banche centrali usano la politica monetaria per raggiungere obiettivi in termini di tasso di cambio, tali obiettivi possono concretizzarsi in tassi specifici o in delle bande di oscillazione. Chi mira a mantenere un tasso di cambio detto rigidamente fisso vuole mantenere invariata una parità tra la sua valuta nazionale e quello di una valuta estera, il tutto in termini nominali. Un esempio è l'Argentina che da 91 al 2001 ha vincolato la sua valuta al tasso di un dollaro per un peso, oppure numerose sono state le colonie francesi in Africa che hanno ancorato la loro moneta prima al franco e oggi all'euro. Come accennato in precedenza anche nei paesi con tasso di cambio fisso avvengono alcune molto rare variazioni del tasso di cambio, variazioni che capitano a distanza anche di 45 anni l'una dall'altra come avvenne per le colonie

francesi nel 1994. Una terza via a metà tra il tasso di cambio rigidamente fisso e il tasso di cambio flessibile sono i così detti regimi di cambio intermedi. Il regime intermedio più diffuso è quello della parità mobile, tale sistema può essere usato per ovviare a tassi di inflazione interni sistematicamente più alti di quelli del paese estero di riferimento, ancorando con una parità fissa due nazioni con la suddetta differenza d'inflazione nel tempo si andrebbe a generare un apprezzamento reale per la valuta domestica in questione; perciò, con tale sistema si concorda un deprezzamento programmato nei confronti della valuta estera. Un altro regime intermedio è quello che diede vita allo SME tra il '79 e il '98, lo SME, di cui vi è un approfondimento nel seguito del testo, è il sistema monetario europeo con il quale si prevedeva che i paesi che poi aderirono all'euro mantenessero i loro tassi di cambio all'interno di certe fasce di oscillazione. Tornando alla politica monetaria grazie alla legge di parità dei tassi d'interesse se gli investitori sono realmente convinti che il tasso possa rimanere fisso, richiederanno ai due paesi il medesimo tasso d'interesse, perciò il paese che sceglie di ancorare la propria valuta a un'altra rinuncia alla propria politica monetaria come strumento di politica economica, un esempio di ciò è quanto avviene per la Danimarca, stato che non ha aderito all'euro ma che ha scelto di ancorare la propria moneta all'euro, ogni qual volta che la BCE varia i propri tassi d'interesse la banca centrale danese è costretta a adeguarsi seguendo tali mutamenti. Dunque, se volessimo cercare a rispondere alla domanda "che cosa porta a scegliere un tasso di interesse fisso?" dovremmo distinguere gli effetti di una scelta di regime di cambio fisso nel breve e nel lungo periodo. Nel breve periodo i paesi con tasso di cambio fisso rinunciando alla possibilità di manipolare tasso di cambio e d'interesse hanno scarse capacità di reagire a shock economici e si espongono alle crisi del tasso di cambio. Nel medio periodo le assunzioni appena fatte per il breve periodo cessano di valere e la differenza tra i due regimi svanisce poiché si ritiene che nel medio periodo un'economia generi il medesimo tasso di cambio reale a prescindere dal regime di cambio adottato, a tale conclusione si giunge partendo dalla definizione di tasso di cambio reale, $e = EP/P^*$, cioè tasso di cambio reale uguale a tasso di cambio nominale per prezzi nazionali diviso per prezzi esteri; da questa

definizione vediamo come ci siano due modi in cui il tasso reale possa modificarsi, con una variazione del tasso nominale e con una variazione dei prezzi nazionali rispetto a quelli esteri, nel medio periodo anche se non vi è variazione del tasso di cambio nominale abbiamo la variazione del livello dei prezzi che compensa l'effetto del primo fenomeno. Infine, nei paesi con tassi fissi gli investitori richiedono generalmente tassi d'interesse maggiori per paura di eventuali svalutazioni. Abbiamo visto quindi che le debolezze di un regime di tassi fissi nel breve periodo portano a essere preferibile un regime di tassi di cambio flessibili in un'ottica macroeconomica, questa è l'opinione maggiormente diffusa tra gli economisti, a tale affermazione però vanno aggiunte alcune eccezioni, la prima si ha quando la forte collaborazione economica tra due o più paesi è tale da rendere preferibile l'adozione di una moneta unica che comporta minore incertezza, minori costi di transizione, più trasparenza nei prezzi, una migliore reputazione anti inflazionistica (per paesi come l'Italia con le euro), coordinamento della politica monetaria e benefici commerciali. Infine, il secondo caso in cui i tassi fissi possono essere utili a un paese è quando la banca centrale non si dimostra affidabile nella politica monetaria.

CAPITOLO 2: STORIA DEL MERCATO DEI CAMBI

2.1 Il sistema del gold standard ⁽⁸⁾

Il sistema del *gold standard* è definito secondo l'enciclopedia Treccani come "sistema di monometallismo aureo per cui la circolazione è composta da monete d'oro e da biglietti di banca i quali sono convertibili in monete d'oro e viceversa e vige la libertà di coniazione e di fusione nonché la libertà di importazione e esportazione del metallo"⁽⁹⁾, tale sistema è stato ciò che ha caratterizzato l'economia mondiale nel periodo che va dal 1816, quando l'Inghilterra ha stabilito la convertibilità della moneta cartacea in oro, seguita poi da altri paesi, fino al 1944 quando con gli accordi di Bretton Woods si passò al *gold exchange* che durò fino al 15 agosto 1971, anno in cui con lo *Smithsonian Agreement* gli Stati Uniti abolirono la convertibilità del dollaro in oro dando inizio al sistema dei cambi fluttuanti. Tornando alle origini del *gold standard* vediamo in primis come è nato, come ha funzionato e quali sono state le idee che lo hanno sostenuto. Il principio fondante di questo sistema era quindi che l'oro serviva come base per la riserva di moneta di una nazione, in poche parole la quantità d'oro che la banca centrale deteneva andava a determinare la quantità di banconote e depositi che potevano essere emessi. Visto lo stretto legame tra moneta circolante e riserve di oro le spinte inflazionistiche divennero conseguenza diretta della quantità di oro importato; dunque, un ingente flusso di oro poteva causare elevati livelli d'inflazione e viceversa quando l'oro veniva speso e quindi esportato. Il *gold standard* nacque in Inghilterra e si diffuse in quasi tutto il mondo industrializzato, molti invece furono i paesi che non adottarono alcun sistema metallico ma che comunque furono coinvolti nelle sue fluttuazioni per via del ruolo dominante dell'economia inglese. Inizialmente fino quasi alla fine del 1800 le nazioni scelsero di optare per un sistema bimetallico basato sull'oro e l'argento cambiabili tra l'oro a un tasso prestabilito, tale sistema si dimostrò però molto instabile per via della legge di *Gresham* riassumibile brevemente con la frase "la moneta cattiva caccia quella buona", successe quindi che a causa delle

fluttuazioni del valore dei metalli le persone iniziarono a conservare l'oro o a usarlo come metallo, scambiando come valuta solo l'argento. A causa della variabilità del cambio tra oro e argento le nazioni passarono tutte entro fine secolo al sistema aureo in cui l'oro era l'unico metallo da cui dipendeva la coniazione di banconote e che potesse essere usato come valuta. La causa scatenante della fine del bimetallismo fu la fine della guerra franco-prussiana nel 1871 al termine della quale la Francia pagò alla Germania un cospicuo risarcimento in argento, la Germania si trovò quindi con un eccesso di argento che venne poi messo sul mercato decretando una svalutazione irreparabile dell'argento, per tale motivo prima in Inghilterra e nel 1971 in Germania si passò al sistema aureo. Lo sviluppo e la crescita degli scambi commerciali che si era avuto in quegli anni portarono tutti i paesi ad avere un sistema monetario comune e quindi tutti i paesi europei seguirono a ruota la scelta di Inghilterra, Germania ecc., ciò portò contestualmente a una grande depressione negli stati asiatici dal 1873 al 1895 poiché essi avendo un sistema fondato sull'argento subirono una forte svalutazione monetaria. Dal 1900 quando il sistema aureo entrò in vigore anche negli Stati Uniti il valore di ogni valuta occidentale era espresso in oro, ad esempio agli inizi del 900 un dollaro valeva 1,5 grammi d'oro mentre una sterlina ne valeva 7,32, infine il valore della lira italiana così come il franco francese valeva 0,29 grammi d'oro. Con l'inizio della Prima guerra mondiale nel 1914 la convertibilità dell'oro rimase valida solo per una frazione della moneta circolante in ogni nazione ad eccezione degli Stati Uniti, la riduzione della riserva aurea consentì un aumento della base monetaria per finanziare le spese militari. Tale politica non essendo affiancata da una politica fiscale adeguata finì per generare un'altissima inflazione e debito pubblico. Una volta finita la guerra la convertibilità fu ristabilita in Germania e in Inghilterra ma a seguito della crisi del 29 nel 1931 il *gold standard* fu nuovamente sospeso. Si può dire che sul piano dei rapporti internazionali con il *gold standard* visse un regime di cambi fissi tra le varie valute in quanto ognuna di esse aveva un rapporto fisso con l'oro e che ciò per un certo periodo di tempo assicurò un sistema ordinato per regolamentare i flussi finanziari tra le varie nazioni, il quale però mostrò più volte le sue criticità nel corso della storia quando le

varie banche centrali non furono sempre in grado di assicurare la piena convertibilità dell'oro.

2.2 Accordi di Bretton Woods⁽¹⁰⁾

Nel luglio del 1944 a Bretton Woods negli Stati Uniti si tenne una conferenza volta regolamentare i rapporti commerciali e finanziari tra le potenze economiche mondiali, a tale conferenza presero parte 44 paesi, che si riunirono sul suolo americano nel pieno della Seconda guerra mondiale per creare quello che sarebbe stato il nuovo sistema dei rapporti economici internazionali dalla fine della guerra in poi. Tale conferenza nota anche come “conferenza monetaria e finanziaria delle nazioni unite” durò 3 settimane e fu indetta dal presidente americano Franklin Delano Roosevelt; in quest'occasione le potenze dimostrarono una grande coesione e comunione d'intenti aderendo in primo luogo su un sistema basato sul capitalismo che tutelasse concorrenza, mercato e proprietà privata. Superata da poco la grande depressione i rappresentanti delle nazioni avevano ancora impressi i danni causati da barriere commerciali e dalle imposizioni sui tassi di cambio, nel periodo appena conclusosi i governi avevano indotto la svalutazione per accrescere le esportazioni portando però danni al PIL e andando a deprimere la domanda interna fino a causare disoccupazione, tutto ciò divenne un fenomeno globale che rallentò l'economia di tutto il mondo per lunghi anni. Sulla base di queste consapevolezza prese vita due programmi alternativi che giunsero sul tavolo delle trattative di Bretton Woods, il primo era quello inglese elaborato da John Maynard Keynes, il secondo invece era di origine americana e scritto ad opera dell'economista Harry Dexter White. Entrambi i due piani presi in considerazione in quest'occasione affondavano le radici in un contesto politico in cui lo stato compiva un grande intervento nell'economia e ciò era riscontrabile in tutto il mondo industrializzato. Venendo al contenuto delle due proposte partiamo da quella britannica, Keynes puntava alla creazione di un sistema monetario internazionale dato da una sorta di unità monetaria internazionale, tale unità si sarebbe raggiunta attraverso

l'istituzione di una nuova valuta chiamata "Bancor", tale valuta avrebbe avuto un valore legato a quello alle valute più forti, cioè dollaro e sterlina. I Bancor sarebbero serviti a compensare i rapporti debiti-crediti tra le nazioni e sarebbero stati convertibili con le valute nazionali secondo tassi fissi prestabiliti. Tale sistema sarebbe funzionato grazie all'istituzione di un organismo sovranazionale di compensazione (ICU), tale organismo sarebbe stato preposto all'emissione del Bancor e avrebbe avuto lo scopo di mantenere una bilancia commerciale equilibrata, i paesi in surplus avrebbero dovuto trasferire tale surplus ai paesi in deficit aumentando così la domanda mondiale e contrastando la deflazione⁽¹¹⁾. Le idee di Keynes non si concretizzarono principalmente perché ostili agli Stati Uniti, i quali avevano ampie riserve auree e un grandissimo surplus, motivi per cui gli USA sfruttarono l'enorme influenza che avevano acquisito sulla scacchiera internazionale per impedire la realizzazione di questo piano. Visti i diversi interessi nazionali degli Stati Uniti non stupiscono le vistose differenze introdotte nel piano di Harry Dexter White, White chiedeva la creazione di un ente sovranazionale a cui i paesi avrebbero preso parte in maniera proporzionale alla quota del suo capitale che avrebbero sottoscritto, grazie a tale sottoscrizione paesi avrebbero avuto accesso a prestiti in un sistema che poneva al centro il dollaro, l'ideologia di base del piano americano era sostituire il *gold standard* con una sorta di ' *gold standard del dollaro*'. Ciò che di fatto si concretizzò negli accordi di Bretton Woods fu un compromesso tra le due visioni che però venne giudicato come decisamente favorevole alla posizione americana se non come addirittura un'imposizione all'Inghilterra. Nello specifico White progettò la creazione del fondo monetario internazionale (FMI) che aveva lo scopo di proteggere l'economia mondiale, la Banca Mondiale cioè l'ente che avrebbe dovuto agevolare l'erogazione di finanziamenti in ogni parte del mondo (ma specialmente in Europa per la ricostruzione post seconda guerra mondiale) e proseguendo *White* ideò un'ulteriore istituzione, l'Organizzazione Mondiale del Commercio che però nascerà solo nel 1948 sotto forma di un accordo generale sulle tariffe doganali e sul commercio. Il dollaro divenne la valuta di riferimento e il valore di un'oncia d'oro viene fissato a 35\$, contestualmente i paesi che aderirono poterono

scambiare oro con dollari, e viceversa, grazie alla *federale reserve* e agli USA fu consentito di emettere dollari basati sul debito. Tale sistema chiamato anche *gold exchange* standard ebbe vita relativamente breve in quanto durò 27 anni, il 15 agosto del 1971 il presidente americano Richard Nixon annunciò la sospensione della convertibilità del dollaro in oro e la contestuale svalutazione della valuta americana. Fino alla fine degli anni 60 per mantenere in equilibrio l'economia globale vennero costantemente emessi dollari basati sul debito, grazie a questa valanga di dollari in giro per il mondo e specialmente in Europa le economie sono cresciute ed è nato in esse lo stato sociale. La situazione si andò deteriorando nella seconda metà degli anni Sessanta con l'emersione di una certa sfiducia nel dollaro, tale sfiducia si generò per via delle spinte inflazionistiche che l'abbondanza di dollari generarono in ogni dove e dal fatto che la lunga guerra del Vietnam portata avanti dagli Stati Uniti accrebbe di molto la spesa pubblica negli USA, di conseguenza si giunse a un grande indebitamento e all'aumento sempre maggiore della richiesta di conversione in oro del dollaro. Le riserve degli stati uniti si erano pericolosamente prosciugate e ciò portava a sempre meno liquidità nei mercati e quindi meno stabilità del dollaro e conseguenziale svalutazione, fu a tal punto che una presa di posizione si rivelò quasi forzata e nel dicembre del 71 il così detto Gruppo dei Dieci composto nel 62 dalle maggiori potenze economiche, cioè: Belgio, Italia, Canada, Francia, Giappone, Paesi Bassi, Germania, Regno Unito, Stati Uniti e Svezia, alle quali nel 1964 si aggiunse anche la Svizzera, stipularono lo *Smithsonian Agreement* con cui si mise fine agli accordi di *Bretton Woods* svalutando il dollaro e dando vita al mercato dei cambi fluttuante che vige ancora oggi. Una volta crollato definitivamente il sistema aureo le uniche cose degli accordi di *Bretton Woods* che possono dirsi sopravvissute ai giorni d'oggi sono le istituzioni da essi create, istituzioni come il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale continuano ad operare tuttora anche se con scopi, poteri e modalità d'azione completamente nuovi.

2.3 Il mercato dei cambi fluttuanti (forex)⁽¹²⁾

Il Forex, il cui nome è acronimo di *foreign exchange market* è ad oggi considerato il mercato più grande al mondo. Il mercato valutario presenta delle caratteristiche ben precise, è in primo luogo da considerarsi internazionale, over the counter (cioè, un mercato non regolamentato in cui le negoziazioni si svolgono fuori dai circuiti borsistici ufficiali) ed ovviamente che esclusivamente per lo scambio di valute. Come detto precedentemente, esso è il mercato più grande in termini di volume delle transazioni e gli operatori che ne fanno parte sono principalmente banche, banche centrali, speculatori, imprese e governi. La storia del Forex inizia a partire dal 1971 quando il presidente Nixon per salvare l'economia americana pose fine agli accordi di Bretton Woods interrompendo la convertibilità del dollaro con l'oro. Dalla decisione del 1971, nota come lo shock Nixon, iniziò un processo verso la libera oscillazione dei tassi di cambio regolata semplicemente dal mercato. Fu a partire dal 1973 che le valute nazionali delle principali economie mondiali iniziarono a essere contrattate liberamente sulla base delle forze di domanda e offerta, da questo momento in poi seguì un sempre crescente livello di contrattazioni e di velocità con cui esse avvenivano, inoltre prese il via un periodo di grande deregolamentazione sui mercati finanziari che diede vita a numerosissimi strumenti finanziari relativi al valore delle valute. Nel 1976 ormai tutte le valute principali erano commerciate con tassi di cambio fluttuanti e con l'avvento delle nuove tecnologie si aprirono le frontiere degli scambi di valuta, i quali divennero sempre più rapidi e di livello mondiale coinvolgendo anche le borse asiatiche. Fino al giorno d'oggi la grandezza e l'efficienza del Forex è andata via via crescendo e nelle borse più importanti del mondo gli operatori finanziari odierni sono in grado di scambiare milioni di dollari o euro o sterline o yen ecc. in pochissimi secondi. Nonostante questa espansione sia stata una tendenza mondiale una borsa su tutte si è guadagnata il titolo di borsa più importante al mondo per il mercato Forex, cioè quella di Londra, ciò è dovuto non solo per il suo posizionamento strategico, che le consente di operare durante l'apertura dei mercati americani e asiatici

contemporaneamente, e per il ruolo preminente che la sterlina ha sempre avuto ma soprattutto per la creazione dell'eurodollaro. Gli eurodollari sono definibili come depositi bancari in dollari nati negli Stati Uniti ma poi trasferiti in una banca europea in un secondo momento senza essere convertiti in euro, gli eurodollari rappresentano un enorme mercato stimato dal valore di 5000 miliardi di dollari. La diffusione degli eurodollari non stupisce in primis poiché il dollaro è la valuta più diffusa nel commercio mondiale, ciò porta le società in ogni parte del mondo a voler possedere depositi in dollari per agevolare le proprie transazioni, in secondo luogo depositare dollari al di fuori degli Stati Uniti è spesso un modo per aggirare controlli e regolamentazioni di vario tipo e ciò spiega la grande presenza di eurodollari in paesi come Bahamas o le isole Cayman. Infine, osserviamo come la crescita di questo mercato sia stata data in buona parte dal proliferarsi dei nuovi strumenti finanziari derivati, ad esempio i dati semestrali della BRI nel 2001 indicano un valore totale dei contratti derivati a 98,8 trilioni, gli strumenti più diffusi all'interno di questo mercato sono le *Forward Transaction*, i *Futures*, gli *Swap* e le transazioni *Spot*.

2.4 SME⁽¹³⁾

Il processo d'integrazione economica attuato nel corso degli ultimi decenni del 900 costituisce, come ci spiega nei suoi scritti il professor Giovanni Cannata¹⁴, una fase avanzata del processo d'integrazione politica che è iniziato nel secondo dopoguerra e che è in corso tutt'oggi. Il suddetto processo d'integrazione economica si articola a sua volta in varie fasi e si fonda su più pilastri che sono: la creazione di una zona di libero scambio, unione doganale, mercato unico, completa integrazione economica e cosa più importante per l'analisi che stiamo compiendo un'unione monetaria. Come leggiamo anche dalla pagina dedicata alla storia dell'Unione economica e monetaria del sito ufficiale dell'Unione europea l'UEM è stato un risultato graduale frutto di numerosi strumenti, tra cui uno dei più importanti fu lo SME. Lo SME (Sistema Monetario Europeo) entra in vigore il 13 marzo del 1979 e ad esso aderirono tutti i

paesi della comunità economica europea ad eccezione del Regno Unito; la Comunità economica europea (CEE) è appunto l'organizzazione sovranazionale da cui nasce lo SME, essa era formata da Italia, Francia, Germania Ovest, Belgio, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Danimarca, Norvegia, Portogallo, Svezia, Svizzera e Regno Unito; lo scopo principale di questa organizzazione era quello di favorire l'integrazione economica e in un secondo momento l'unità monetaria. Lo scopo principale con cui fu creato lo SME era il mantenimento di una parità prestabilita nel cambio che poteva oscillare all'interno di una certa banda, cioè del 2,25%, questo range d'oscillazione fu modificato per Italia, Spagna e Portogallo per le quali fu del 6%. Lo SME era già stato preceduto da un altro grande tentativo di controllare le oscillazioni nei tassi di cambio europei, il Serpente Monetario Europeo stipulato nel '72, poi sostituito dallo SME, anch'esso si basava sul presupposto di tenere bloccate le oscillazioni dei tassi di cambio tra delle soglie minime e massime, tra le singole valute europee e tra le valute europee e il dollaro. Tornando allo SME, quest'accordo prevedeva che, qualora una valuta avesse avuto un'eccessiva svalutazione o un eccessivo apprezzamento, rispetto alle altre valute del paniere, il governo nazionale avrebbe dovuto mettere in atto le politiche monetarie necessarie a riportare in equilibrio la situazione. Gli accordi presi nella costituzione dello SME prevedevano anche che ciascuno stato conferisse il 20% delle proprie riserve auree e di valuta a un fondo comune. Tra il 1992 e il 1993 numerose turbolenze dimostrarono le debolezze dello SME, in questo periodo il sistema dei cambi "quasi fissi" fu messo in crisi da imponenti ondate speculative che portarono in più di un'occasione le banche centrali di Italia, Francia e Regno Unito a intervenire per impedire la svalutazione della propria moneta nei confronti del marco tedesco. In generale nello SME le banche centrali non si rivelarono capaci di arginare il costante deprezzamento delle valute nazionali, osservando quanto avvenuto in Italia la banca centrale fu vittima della pressione di numerosi investitori che chiedevano l'emissione di nuova moneta per l'acquisto di titoli stranieri, tutto ciò portò a una diminuzione del 65% delle riserve italiane. Gli elevatissimi tassi d'interesse tedeschi portarono il tasso di sconto al 15%, rendendo insostenibile il cambio lira-marco, fu così che la Germania

abbassò per la prima volta i propri tassi d'interesse dopo 5 anni di rialzi ininterrotti per cause conseguenti al riassorbimento della Germania dell'est. La scelta relativa ai tassi d'interesse nella Germania comportò un rialzo di lira e sterlina, che però solo lieve e momentaneo, fu così che il 16 settembre del '92 la sterlina scende al di sotto del limite inferiore imposto dello SME e dichiara la sua uscita dallo SME, subito dopo anche alla lira tocca lo stesso destino il 21 settembre. Pian piano l'ordine all'interno dello SME venne ricostituito anche se con nuovi margini d'oscillazione al 15%, ne entrarono a far parte Svezia e Finlandia nel '95 e nel '96 vi rientrò anche l'Italia. Nella fine degli anni '90 si va verso il compimento delle decisioni espresse nel trattato di Maastricht del 1992 e il primo gennaio del 1999 viene introdotto l'euro e l'esperienza dello SME volge al termine.

2.5 L'Euro

L'euro è la valuta che ad oggi adottano 20 dei 27 stati membri dell'Unione Europea, l'euro è da considerarsi come il punto più alto raggiunto finora in un processo di integrazione economica e politica iniziato dopo la fine della Seconda guerra mondiale. Inizialmente nel gennaio del 1999 furono 11 i paesi a aderire all'euro che nacque prima come sola valuta elettronica e nel 2002 invece fu emessa sotto forma di contante. I paesi aderenti all'euro costituiscono la così detta Eurozona, l'ultima ad entrarvi fu la Croazia e ad oggi vi sono cinque paesi ad aver fatto formalmente richiesta per prenderne parte e sono: Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Svezia e Ungheria. L'euro è emesso e amministrato dalla Banca Centrale Europea (BCE) di cui in seguito saranno esaminati nel dettaglio i poteri e le funzionalità, spesso svolte in collaborazione con le banche centrali dei singoli stati. L'entrata in vigore dell'euro fu un percorso lungo e con vari step, ciascuno di questi passaggi furono stabiliti nel Trattato di Maastricht nel quale sono anche istituite la Banca centrale europea e il Sistema europeo delle banche centrali. Il Trattato di Maastricht si propone tre fasi principali con le quali andare a preparare il contesto economico europeo all'introduzione dell'euro: la fase 1

si basava sul raggiungimento della libera circolazione dei capitali tra gli stati membri e si è svolta tra il 1990 e il 1993, la fase 2 invece va dal '94 al '98 e ebbe lo scopo rafforzare la cooperazione tra le banche centrali nazionali e allineare le politiche economiche degli stati membri, infine la fase tra svolgasi dal 1999 in poi consiste nell'introduzione graduale dell'euro e dell'attuazione di una politica monetaria unica affidata alla BCE⁽¹⁶⁾. Il trattato poi si occupa di disciplinare i quattro requisiti fondamentali che ogni stato richiedente di entrare nell'euro zona deve rispettare, queste regole sono note come criteri di convergenza, servono a salvaguardare la stabilità dei prezzi nell'area euro e garantiscono che i paesi che entreranno nell'area euro sia solidi economicamente. I quattro criteri di convergenza sono quindi: 1) "il tasso medio d'inflazione di un paese osservato nell'arco di un anno non deve superare 1.5 punti percentuali il tasso d'inflazione dei tre stati membri che hanno conseguito risultati migliori" 2) "Il disavanzo annuo di bilancio di un paese non deve portarsi oltre il 3% del prodotto interno lordo (PIL) e il debito pubblico complessivo non deve superare il 60% del PIL." 3) "Il tasso di interesse a lungo termine di un paese, osservato nell'arco di un anno, non deve eccedere di oltre 2 punti percentuali quello dei tre Stati membri che hanno ottenuto i migliori risultati." 4) "Il paese deve mantenere stabile il proprio tasso di cambio, che deve, cioè, rimanere entro la banda di oscillazione prevista dai nuovi Accordi europei di cambio (AEC II) almeno per i due anni precedenti." Il rispetto dei suddetti criteri non è però sempre stato così ferreo come ci si può aspettare, ad esempio in fase di accettazione poterono aderire anche paesi con un rapporto debito pil superiore al 60% ma che si ritenesse potessero rientrare nei parametri nel medio termine, questo fu il caso di Italia e Belgio oppure ci fu la Grecia che nel 2001 aderì all'euro pur non rispettando nessuno dei parametri. Nel dicembre del 1998 infine come ultimo step di preparazione all'introduzione all'euro il Consiglio europeo decise i tassi di cambio tra le valute nazionali e l'euro in base ai valori di mercato per far sì che l'ECU avesse lo stesso valore dell'euro.

CAPITOLO 3: ISTITUZIONI NEL MERCATO DEI CAMBI

3.1 BCE^(16,17)

Iniziamo col dire che una banca centrale è un'istituzione pubblica a cui è affidata la gestione della valuta di un paese o come nel caso della BCE di un intero gruppo di paesi, a tale scopo una banca centrale può emettere valuta oppure può rientrare in possesso della valuta emessa tramite l'emissione di titoli. Una banca centrale di norma ha vari obiettivi: il controllo dell'inflazione, l'attuazione di politiche che sostengano l'occupazione, il monitoraggio delle altre banche e dei pagamenti internazionali, finanziare le spese del governo e prestare liquidità alle banche. Come anticipato il primo gennaio 1999 ebbe inizio la fase finale per l'introduzione dell'euro e della creazione dell'Unione Economica e Monetaria, tale fase prevedeva appunto l'introduzione dell'euro la cui emissione fu demandata alla Banca Centrale Europea, essa nasce ufficialmente il primo giugno del 1998 con l'obiettivo di gestire i processi di transizione che avrebbero accompagnato la creazione dell'unione monetaria, la creazione della BCE non portò alla scomparsa delle banche centrali nazionali le quali continuarono a operare ma con un ruolo diverso e subordinato alla BCE, alcuni esempi di questo rapporto sono riscontrabili sul sito della Banca d'Italia secondo cui la Banca Centrale Italiana concorre all'attuazione delle decisioni della politica monetaria nell'area dell'euro e espleta gli altri compiti che le sono attribuiti come componente dell'Eurosistema, ad esempio curare la parte attuativa delle decisioni delle istituzioni europee attraverso operazioni con le varie strutture creditizie sul territorio nazionale e la gestione delle riserve proprie e di una parte di quelle della BCE per conto della stessa. La Banca Centrale Europea si compone di tre organi decisionali principali: il Consiglio direttivo, il Comitato esecutivo e il Consiglio generale. Andando con ordine, il Consiglio direttivo è il principale organo decisionale della BCE, esso formula la politica monetaria dell'Eurozona ed è presieduto dal presidente della

BCE e il suo vice, poi è composto da quattro membri del Comitato Esecutivo e da governatori di tutte le banche centrali dei paesi aderenti all'Euro. Alle sedute del Consiglio Direttivo partecipano molti altri componenti pur non facendone parte e non avendo diritto di voto, ad esempio il presidente del Consiglio europeo, il presidente della Commissione e il presidente dell'Eurozona possono porre in discussione questioni rilevanti per l'Unione. Il consiglio si riunisce ogni due 2 settimane a Francoforte e ogni 6 assume decisioni di politica monetaria, le decisioni sono prese a maggioranza e il valore del voto di ogni paese è proporzionale alla dimensione della sua economia. Il secondo organismo della BCE è il Comitato Esecutivo della BCE che è responsabile dell'operazioni di finanziamento che avvengono con cadenza giornaliera, ha dunque una funziona esecutiva delle decisioni del Consiglio. Il comitato si compone di sei membri eletti dal Consiglio europeo e altri quattro che assumono decisioni a titolo personale. Per ultimo analizziamo l'organo decisionale della BCE, il Consiglio Generale composto dal presidente e vicepresidente della BCE e i governatori delle banche centrali nazionali dei 27 stati membri dell'Unione Europea, altri membri sono il presidente del Consiglio dell'UE e i membri della commissione che possono partecipare alle riunioni ma senza diritto di voto. Il consiglio ha lo scopo di agevolare la cooperazione tra le banche nazionali e varie altre funzioni di supporto tecnico. Il Consiglio Generale in base allo statuto del Sistema europeo delle banche centrali è un organo che sarà sciolto una volta che tutti gli stati dell'UE avranno adottato la moneta unica. Come tutte le banche centrali la BCE ha principalmente tre obiettivi, controllo dell'inflazione, supporto alle politiche nazionali e assicurare il mercato aperto e indipendente. La BCE fissa tre tasi di interesse fondamentali, il primo è il tasso di rifinanziamento principale (MRO) ovvero il tasso a cui la BCE presta soldi alle banche per prestiti settimanali, esso è l'indicatore principale delle intenzioni di politica economica della BCE. Il secondo tasso è il tasso sui depositi presso la banca centrale (NIRP), esso determina l'interesse che le banche ricevono per i loro depositi presso la BCE. Infine, il terzo tasso in questione è il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale, il tasso pagato dalle banche per prestiti overnight dalla BCE. Gli obiettivi

della BCE sono raggiunti tramite tre strumenti convenzionali a cui si sono aggiunti in momenti di instabilità finanziaria le politiche non convenzionali. I tre strumenti convenzionali le operazioni sul mercato, i canali finanziari permanenti e le riserve obbligatorie. Le politiche non convenzionali sono nate a partire dalla crisi finanziaria del 2008 e la conseguente crisi dei debiti sovrani, la prima politica fu l'ELA che eroga prestiti a istituzioni con problematiche finanziarie temporanee, poi è stato introdotto il quantitative easing con cui la BCE dal 2015 ha comprato debito sovrano allo scopo di risollevare alcune economie europee in crisi, quantitative easing fu poi ampliato da un altro programma di acquisto, l'APP affiancato dall'TLRO, entrambi programmi di finanziamento per istituzioni pubbliche e private. Altri strumenti non convenzionali furono pure l'SMP, cioè il programma di acquisto di titoli di debito pubblici sul mercato secondario, il quale fu poi sostituito dall'OMT. Tutti i sopracitati strumenti non convenzionali sono di natura temporanea e creati allo scopo di risolvere situazioni emergenziali. La BCE nasce come istituzione che agisce indipendentemente dal controllo politico e tale indipendenza è stata spesso oggetto di critiche da chi la ritiene antidemocratica e lontana da quelli che sono i reali interessi dei cittadini europei, di contro va ricordato che la BCE deve dar conto delle proprie decisioni al parlamento europeo e al Consiglio dei ministri, inoltre le nomine delle cariche della BCE sono approvate o decise da altri organi dell'Unione Europea. Infine, chiudiamo dicendo che in un'ottica neoliberale la completa indipendenza delle banche centrale sarebbe da intendersi come un fenomeno positivo poiché subordinare la politica monetaria all'indirizzo politico ne comprometterebbe i risultati.

3.2 SEBC

Il SEBC, acronimo di Sistema Europeo delle Banche Centrali, anche detto Eurosystem è il sistema attraverso cui collaborano la Banca Centrale Europea e le banche centrali nazionali degli stati dell'Unione Europea. Il SEBC è stato istituito e disciplinato dal trattato di Maastricht, il quale ne esplicita gli obiettivi, i quali sono il controllo

dell'inflazione e il sostegno alle politiche economiche comunitarie, per controllo dell'inflazione si intende nello specifico, secondo quanto disciplinato dal TUF, il mantenimento di un livello costante nell'aumento dei prezzi al di sotto del 2%. Inoltre, compito del SEBC è la detenzione e la gestione delle riserve valutarie in valuta estera degli stati membri, gestire le operazioni sui cambi e agevolare il corretto e regolare funzionamento nel sistema dei pagamenti. Il SEBC ha inoltre un ruolo nella vigilanza prudenziale dell'operato di istituzioni creditizie e in generale all'interno del sistema finanziario. All'interno del SEBC l'emissione di banconote è compiuta sia dalle banche centrali nazionali che dalla Banca Centrale Europea, ma può essere autorizzata solo dalla Banca Centrale Europea. Il Sistema Europeo delle Banche Centrali a differenza della BCE e delle banche centrali nazionali non ha personalità giuridica, non ha propri dipendenti né rappresentanti o organi costituenti ma si articola attraverso gli uffici della BCE e delle BCN; dunque, nonostante giuridicamente la sovranità monetaria appartenga al SEBC, in concreto essa è esercitata dalla BCE. Come detto, parlando della BCE, vi è un ruolo di preminenza della Banca Centrale Europea rispetto a quelle nazionali all'interno del SEBC visto che ad essa è affidato il ruolo decisionale mentre alle BCN spetta la parte operativa.

3.3 Banche commerciali, rischio di cambio e mercato interbancario.

Il settore bancario si può considerare come diviso principalmente in due tipologie di istituzioni finanziarie: le banche commerciali e le banche d'investimento. La banca commerciale si occupa di fornire servizi bancari e finanziari a una grande varietà di clienti che possono essere cittadini, imprese e organizzazioni di ogni sorta⁽¹⁸⁾. In generale l'attività bancaria e quindi l'attività svolta anche dalle banche commerciali è disciplinata dal testo unico bancario, all'articolo 10 secondo il quale tale attività si

compone di raccolta di risparmi tra il pubblico e l'esercizio del credito, tale raccolta è descritta come "l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma", inoltre nell'articolo 10 del t.u.b. va posta attenzione anche sulla parola "pubblico" poiché la banca non ha possibilità di scegliere a quale clientela rivolgersi ma deve erogare equamente questo tipo di servizio a chiunque⁽¹⁹⁾. Successivamente l'art.10 del t.u.b. stabilisce la suddetta attività, nota come attività bancaria, è riservata alle banche e che l'attività di banca ha carattere d'impresa. Va detto che le banche oltre all'attività tipicamente bancaria può svolgere ogni altra attività finanziaria e le ulteriori attività connesse e strutturali. Riguardo all'esercizio del credito non abbiamo definizioni legislative ma lo possiamo definire come le operazioni attive della banca rivolte al pubblico. Altre attività delle banche commerciali sono la gestione del denaro dei clienti attraverso strumenti quali ad esempio i depositi in conto corrente. Le banche commerciali con i fondi ottenuti attraverso la raccolta tra il pubblico attuano investimenti sui mercati finanziari oppure erogano finanziamenti sempre al pubblico di privati cittadini o imprese, in questo modo oltre che all'incasso delle commissioni le banche ottengono i propri profitti. Dunque, le differenze tra banche commerciali e d'investimento si basano sul tipo di clientela (per le banche d'investimenti si tratta di grandi società di capitali), per il tipo di servizi (le banche d'investimento offrono principalmente servizi d'investimento), le fonti di reddito (nelle banche d'investimento le commissioni hanno un peso molto più rilevante) e infine per la tolleranza al rischio che nelle banche d'investimento è molto superiore. Le banche commerciali e le banche d'investimento in realtà possono avere molto più in comune di quanto sembra in quanto anche le banche commerciali al giorno d'oggi effettuano investimenti sui mercati finanziari e al contempo le banche d'investimento forniscono spesso servizi tipici delle banche commerciali, così è facile trovarsi in presenza di istituti di credito che offrono i servizi di entrambi i tipi di banca. Ciò che rende influenzata l'attività di una banca commerciale dalle oscillazioni del mercato dei cambi è il rischio di cambio. Nell'attività creditizia il rischio di cambio è il rischio che variazioni nei tassi di cambio portino a un'eccessiva diminuzione del valore delle attività di una banca, o che al

contrario impattino positivamente il valore delle sue passività quando queste sono denominate in valuta diversa da quella nazionale. L'esposizione a tale rischio cresce di pari passo con l'azione delle banche sul mercato finanziario internazionale. Ai fini di una valutazione del rischio di cambio di una banca bisogna calcolare la sua posizione netta in valuta estera, se le attività in tale valuta sono minori della passività l'istituto guadagna dall'apprezzamento della valuta nazionale rispetto a quella estera, viceversa la banca trarrà vantaggio da un apprezzamento della valuta estera se possiede attività in valuta estera in quantità maggiore delle passività. Le banche sono tenute a realizzare una copertura dal rischio di credito attraverso un bilanciamento tra le passività e le attività detenute in ciascuna valuta o tramite l'acquisto di strumenti finanziari derivati come i *currency swap* di cui parleremo in seguito. Per chiudere l'argomento banche adesso ci si focalizza sul mercato interbancario, esso è il mercato in cui banche e altre istituzioni di credito scambiano liquidità, tali scambi avvengono tramite depositi di una banca presso un'altra banca con una determinata durata e un determinato tasso d'interesse. Grazie a questo mercato si incontrano le esigenze di banche con carenza di liquidità e banche con eccessi di liquidità, una banca attiva nel mercato interbancario riesce a impiegare le proprie liquidità in eccesso senza sforzo, a basso costo e in modo profittevole. Il mercato interbancario riesce quindi a rendere efficiente l'intero sistema bancario consentendo anche alla banca con problemi di liquidità di ovviare a situazioni d'emergenza. Nell'Unione Europea si è andato formando un mercato interbancario generale, il "mercato interbancario europeo", al suo interno vi è un tasso di riferimento che è quello a cui vengono prestati i depositi di capitale, tale tasso si chiama Euribor. Il mercato interbancario è definito come mercato monetario per via dell'estrema liquidità dei titoli scambiati su di esso, ciò perché i depositi interbancari sono prestati a brevissimo termine.

CAPITOLO 4: STRUMENTI FINANZIARI PER LA COPERTURA DEL RISCHIO DI CAMBIO

4.1 Currency swap⁽²⁰⁾

Nel corso dei decenni passati il tasso di cambio spesso si è rivelato un elemento di distruzione nei profitti delle aziende che compiono investimenti all'estero, specialmente se queste investono in paesi le cui economie sono molto fragili e quindi possiedono valute ampiamente esposte al rischio di svalutazione. Visto la progressiva crescita del commercio internazionale e degli investimenti in tutto il mondo delle imprese multinazionali, l'innovazione finanziaria ha posto l'attenzione sulla creazione di strumenti finanziari che abbiano lo scopo di proteggere gli investimenti dal rischio di cambio, tale interesse ha generato numerosi strumenti con criteri e funzionamenti diversi i quali si adattano alle pressoché infinite esigenze che possono sorgere in un investitore, i derivati più diffusi in quest'ambito sono: i *currency future*, *currency option*, *currency forward* e infine quelli che saranno oggetto di approfondimento in questo elaborato, i *currency swap*. Un *currency swap* è quindi uno strumento finanziario derivato che si concretizza nella sottoscrizione di un contratto grazie al quale le due parti programmano due sequenze di transazioni al fine di disinnescare due rischi opposti dati dalle due possibili tipologie di oscillazioni di una valuta. Il *currency swap* ci fa da esempio per capire come uno strumento finanziario derivato nasca sempre dall'incontro di interessi complementari e dalla sussistenza di incertezza e previsioni differenti all'interno dei mercati finanziari in generale e in quello dei cambi in questo caso. I *currency swap* sono generalmente utilizzate per porre coperture sul lungo termine, cioè per esposizioni che durano oltre un anno poiché per scadenze di questo tipo non esiste un mercato *forward* di valute. Andando al contenuto di un contratto di *currency swap*, si trova stabilito al suo interno l'impegno dei contraenti al porre in essere uno scambio di flussi di denaro pagati periodicamente e in due valute diverse; quindi vi è un scambio di una quantità di valuta verso una quantità di un'altra che

avviene alla sottoscrizione del contratto e con il tasso di cambio attuale, poi vi è uno scambio di segno opposto alla scadenza con lo stesso tasso e le stesse quantità e inoltre durante la durata del contratto vi è il periodico versamento di interessi maturati sul capitale scambiato. Quindi entrambi le parti scelgono di acquistare un'attività e di cedere una passività e dunque di dover corrispondere e ricevere interessi passivi e attivi. La logica di tale operazione si concretizza in alcuni benefici che l'investitore può riuscire a trarne, il primo è la possibilità di sostituire una passività preesistente con un'altra di uguale valore ma denominata in un'altra valuta o anche soggetta a un tasso d'interesse "diverso" in quanto non più fisso ma variabile, e viceversa; in secondo luogo, il beneficio principale è che il *currency swap* è rimborsato al termine con uno scambio compiuto al tasso a pronti, cioè di quando il contratto è stato stipulato, così le parti conoscono esattamente il valore dei flussi di cassa che stanno per ricevere e quelli che dovranno pagare e ciò è molto utile per la formulazione di piani finanziari a lungo termine. Le parti coinvolte nei *currency swap* sono generalmente istituzioni finanziarie che agiscono nel proprio interesse o come agenti di aziende o altri investitori. In conclusione, un semplice esempio per mostrare come si possa beneficiare da un *currency swap*, prendendo ad esempio una società americana che investe in Europa, questa azienda potrebbe ricevere un finanziamento in dollari e poi cambiarli semplicemente in euro sul mercato, così facendo si esporrebbe al rischio di cambio, in alternativa potrebbero ottenere il prestito in Europa ma qui il tasso d'interesse potrebbe essere meno vantaggioso da quello ottenibile in patria, dunque si potrebbe scegliere di optare per una terza via, cioè trovare una controparte europea la quale a sua volta necessita di dollari per istituire un contratto di *currency swap*, con tale contratto quindi i due investitori si presteranno a vicenda euro e dollari a tassi prestabiliti che potranno essere fissi o variabili per entrambe le parti, qui può scaturire un primo vantaggio perché la società americana può usufruire indirettamente del tasso d'interesse migliore ottenuto in Europa dalla società europea e viceversa, infine al termine del contratto la società americana restituirà gli euro ottenuti dallo swap, in cambio dei dollari prestati, al tasso di cambio prestabilito e quindi senza rischiare eventuali svalutazioni del euro.

CAPITOLO 5: COMMENTO DI EVENTI RILEVANTI NELLA STORIA

5.1 Crisi del 1992 della lira e della sterlina con loro uscita dallo SME

Nel settembre del 1992 ebbe inizio un fenomeno di intensa svalutazione che interessò lira e sterlina e che andò a generare una crisi dapprima valutaria in entrambi i paesi, e in seguito finanziaria in Italia dove fu messa a dura prova la tenuta dell'intero sistema economico. Per l'Inghilterra invece la situazione si rivelò meno grave e fu necessario solo una modifica dei tassi di cambio per ristabilire l'equilibrio, ciò che rese complicata la posizione dell'Italia in quell'anno e in quello successivo furono i numerosi scetticismi sulla capacità del paese di rimborsare i propri debiti, fu lo stesso Carlo Azeglio Ciampi, allora governatore della banca d'Italia a parlare di crisi finanziaria evitata. A questa crisi viene associata una giornata in particolare, il 16 settembre 1992, anche definito come "mercoledì nero", da quel giorno fino al 1995, la lira e sterlina subirono una svalutazione praticamente senza precedenti, la lira perse circa il 35% del suo valore, la borsa di Milano chiuse con un -5% a fine giornata del 16 settembre, in Inghilterra invece quello stesso giorno fu approvato un aumento del tasso di sconto al 15%. Fu proprio il mercoledì nero il giorno in cui Italia e Inghilterra decisero di uscire dallo SME, il meccanismo che intrappolava i tassi di cambio all'interno di una banda di oscillazione, in cui era consentito discostarsi di al massimo del 2,25% dalla parità, salvo poi farvi ritorno ma con un nuovo limite di oscillazione del 15%⁽²²⁾. Nell'analisi di questa vicenda l'attenzione è da porsi principalmente sul versante italiano il quale condivideva con quello inglese unicamente le cause della svalutazione collegabili con quanto avvenuto in Germania, per il resto l'Italia presentava uno scenario molto più critico; già nel Luglio di quel anno era chiaro come il debito pubblico, che ammontava al 108% del pil, era ormai divenuto una minaccia al punto tale che il governo stentava

(L'Espresso)<http://ilcontesto.blogautore.espresso.repubblica.it/2022/05/09/1992-l'anno-delle-stragi-e-di-maastricht-spartiacque-per-leconomia/>²¹

(Sole 24 ore)<https://st.ilssole24ore.com/art/notizie/2012-09-05/settembre-1992-lira-sommersa-221921.shtml>²²

a garantire il pagamento degli stipendi della pubblica amministrazione. Per evitare quello che si preannunciava come un disastro annunciato fu varata nel Luglio di quell'anno una manovra definibile come più unica che rara, cioè il prelievo forzoso dello 0,6% dei depositi in conto corrente dei cittadini italiani, tale misura suscitò panico e una conseguente grande fuga di capitali, oltre che la declassazione del rating italiano, senza poi neanche raccogliere una cifra di denaro che influisse rilevantemente sul debito pubblico, di fatti l'allora ministro del tesoro Pietro Barucci annunciò che il deficit avrebbe raggiunto il 15% del pil nel 1994. Nel frattempo, altri due fenomeni mettevano a dura prova la tenuta dello SME, il referendum danese contro la ratifica del trattato di Maastricht, e la costante crescita dei tassi d'interesse tedeschi che attiravano capitali da tutta l'Europa. Solo tre anni prima era avvenuta la riunificazione tedesca da cui scaturì, in Germania, una politica monetaria molto restrittiva con elevatissimi tassi d'interesse, fu così che i tedeschi attirarono capitali specialmente dai paesi più fragili come l'Italia. Pilastro fondamentale dello SME era il fatto che le banche centrali nazionali erano tenute a collaborare e a sostenersi in caso di forti attacchi speculativi verso una valuta, ciò però non avvenne e la Bundesbank fin dal giugno del '92 disse chiaramente che non sarebbe intervenuta per salvare la lira italiana. Inoltre, citiamo solamente tra le cause della criticità senza paragoni della situazione italiana la grande instabilità politica, basta ricordare che in quell'anno avvennero gli omicidi di Falcone e Borsellino, la conseguenza di tale instabilità chiaramente si rifletteva sulle aspettative dei mercati circa le prospettive economiche italiane. Fu proprio la grande svalutazione negli anni successivi al 1992 a rendere più agevole il rifinanziamento pubblico e lentamente dalla fine del 1994 gli investimenti in Italia ripartirono, le esportazioni furono enormemente favorite dalla svalutazione, l'inflazione che durante questo periodo non era mai veramente salita rimase bassa e i tassi d'interesse poterono scendere, così come nel '93 calarono anche i tassi tedeschi tornando a livelli più comuni, cioè intorno al 6% , a ciò si affiancò un periodo di grandi privatizzazioni e poi infine il problema della svalutazione svanì definitivamente nel 1998 con l'ingresso nell'euro nonostante l'Italia ancora non rispettasse i parametri per la sua adesione, dunque il

valore minimo della lira fu toccato nel 1995 con un cambio sul dollaro a 2200, da qui in poi vi fu un lieve apprezzamento della lira e una generale ripresa economica. Utile per comprendere meglio ciò che avvenne nel autunno del '92 è analizzare la figura e l'attività di investitori speculatori come George Soros, Soros il 16 settembre del '92 vendette allo scoperto ingenti quantità di sterline e lire ottenendo un guadagno di oltre un miliardo di dollari, Soros era ben coscio della disastrosa situazione del debito pubblico italiano e dell'inflazione superiore a quella tedesca nonostante un ritmo di crescita inferiore, ciò lo portò a considerare l'Italia come l' "anello debole dello SME" e quindi a scommettere sulla sua uscita dal sistema monetario europeo. Le vendite allo scoperto del fondo di Soros generarono una perdita di 48 miliardi di dollari per l'Italia, George Soros fu accusato di avidità da gran parte dell'opinione pubblica ma non si mostrò mai pentito della sua operazione e si giustificò dicendo che: " gli speculatori fanno il loro lavoro, non hanno colpe, queste competono ai legislatori che permettono che le speculazioni avvengano. Gli speculatori sono solo i messaggeri di cattive notizie"⁽²¹⁾.

5.2 Crisi del 2021 della lira turca

"Le folli 24 ore della lira turca"⁽²⁴⁾, così titola il sole 24 ore del 20 dicembre 2021 per darci un'idea dell'entità delle turbolenze che hanno interessato la valuta turca, e di conseguenza l'intero sistema economico turco a partire dalla fine del 2021 e per tutto il 2022. La scintilla che ha dato inizio a questa crisi è ritrovabile nelle affermazioni del presidente turco Erdogan del 20 dicembre 2021, Erdogan in sintesi annunciò un ennesimo abbassamento dei tassi d'interesse, a detta sua giustificato dal rispetto della dottrina islamica secondo cui alti tassi d'interesse corrisponderebbero all'usura, i tassi d'interesse sarebbero poi continuati a scendere durante tutto il 2022 e 2023 passando dal 14% di agosto 2022 fino al 8,5%⁽²⁴⁾ di aprile 2023, il tutto in aperto contrasto con l'inflazione dilagante che secondo il Worldwide inflation data⁽²³⁾ nel 2022 si attestava intorno al 64%. Secondo Ivan La Franca, giornalista e analista di economia politica, il

mantenimento di tassi d'interesse così bassi è da intendersi unicamente come un modo per mantenere alta una crescita economica "drogata" sulla base di interventi di governo che mettono in pericolo la stabilità economica del paese nel lungo termine. La presenza di tale inflazione è da ricercarsi nel fatto che la Turchia è un grande importatore di energia, basti pensare che secondo i dati dell'OCSE è importatrice del 99% del proprio gas e del 93% del petrolio, il gas da giugno 2021 in poi ha accresciuto il proprio prezzo di oltre 5 volte fino al picco di agosto 2022, anche il prezzo del petrolio è stato oggetto di grandissima volatilità passando da una quotazione media intorno al 65 nel 2021 al picco di 130,50 nel marzo del 2022. Così come è accaduto in Europa si è assistito in Turchia al fenomeno della stagflazione, cioè della presenza di un elevato tasso di inflazione che non fosse giustificato da una forte crescita economica ma solamente da un gran rialzo dei prezzi delle materie prime, in Europa la BCE ha reagito a tale situazione con una serie continua di rialzi dei tassi d'interessi in modo tale da "raffreddare l'economia", in Turchia la banca centrale nazionale invece ha agito in maniera completamente opposta per continuare a stimolare la crescita del pil che secondo i dati OCSE nel 2021 ha registrato il dato più alto dal 1960, +11,4%, e +5,6 nel 2022, con una stima di crescita costante del 3% per gli anni seguenti, tali livelli di crescita possono sembrare molto elevati ma non lo sono poi così tanto se letti alla luce dei dati sull'inflazione. Va detto inoltre che la banca centrale turca aveva provato ad attuare una politica monetaria più adeguata nell'inverno del 2021, con una serie di aumenti nei tassi d'interesse, tutto ciò fino a quando il presidente Erdogan a marzo "licenziò" il terzo governatore della banca centrale in 3 anni per poi sostituirlo con un altro che appoggiasse le sue idee⁽²⁴⁾, ciò ha confermato i dubbi sull'indipendenza della banca centrale turca minando sempre più la fiducia degli investitori e la credibilità delle politiche economiche turche, andando quindi a generare un ulteriore deflusso di capitali dal paese. Le misure del governo turco per salvare la lira sono state principalmente due, la prima un programma per favorire il passaggio di depositi in valuta estera a depositi in lire turche, a ciò si è aggiunto l'intervento della banca centrale per l'acquisto di lire turche sul mercato dei cambi, nonostante ciò, è opinione diffusa che solo il

ristabilimento di un tasso d'interesse reale positivo potrà interrompere la svalutazione e salvare l'economia turca.

5.3 Svalutazione della lira del 1976

La crisi del 1976 affonda le sue radici nello shock petrolifero del 1973, in quell'anno gli stati Arabi produttori di petrolio diminuirono del 25% le esportazioni petrolifere, il tutto in rappresaglia verso l'occidente colpevole di sostenere Israele che al tempo era in guerra contro Siria ed Egitto i quali invece godevano del sostegno di tutto il mondo arabo⁽²⁵⁾. Dalla decisione dei paesi arabi scaturì un'impennata del costo del petrolio che arrivò anche a triplicarsi, il governo italiano rispose con un piano per la riduzione del consumo energetico di cui rimasero impressi nella memoria collettiva i divieti alla circolazione delle auto e limitazioni all'illuminazione pubblica. Il primo effetto di questa crisi fu un generale rallentamento dell'economia che non registrò più tassi di crescita elevati come in precedenza negli anni a venire, si passò da un tasso di crescita medio del 5,3% registrato tra il '51 e il '72, a un tasso medio di crescita del 3,2% fra il '73 e l'82⁽²⁶⁾. Lo stop alle esportazioni petrolifere terminerà nel 1975 dopo l'aver generato in Italia un fenomeno inflazionistico senza precedenti, l'inflazione arriverà a superare anche il 10% e ciò porterà il governo italiano a partire dal 1975 ad attuare la così detta "scala mobile" cioè, l'indicizzazione degli stipendi all'inflazione, di fatto lo stato italiano mitigava gli effetti del rincaro prezzi dando più soldi ai cittadini italiani. Tale meccanismo però fu finanziato con un ampio aumento del debito pubblico e finiva anche per eccedere quella che era la sola necessità di contrastare l'inflazione; infatti, stando alle indagini della banca d'Italia nel 1976 il reddito familiare crebbe di oltre il 22% mentre il tasso di inflazione si attestò al 16,7%. L'Italia, inoltre, nel 1974 per superare gli effetti dello shock petrolifero si era avvalsa di prestiti in dollari da utilizzare in operazioni a sostegno della lira nel mercato dei cambi. Tali indebitamenti

(Corriere della sera)

https://archivio.corriere.it/Archivio/interface/view_preview.shtml?reason=unauthenticated&cat=2&cid=1434320133&pids=PO&credits=1&origin=https%3A%2F%2Farchivio.corriere.it%2FArchivio%2Finterface%2Fview.shtml#!/NTovZXMvaXQvcnNzZGF0aWRhY3MyLOAxMTk1MzM=²⁵

(Urbeck.com)<https://urbrick.com/materiale/le-crisi-petrolifere-degli-anni-settanta/>²⁸

(Eraldo Gaffino blog) <https://www.bpp.it/Apulia/html/archivio/1976/II/art/R76II001.html>²⁷

si rivelarono inefficaci e la lira, all'inizio del 1976, per la prima volta fu oggetto di pesanti speculazioni, si passò da un cambio generalmente intorno alle 650 lire per dollaro fino a superare le 900 lire per dollaro tra dicembre 1975 e gennaio 1976. Questa situazione comportò un enorme perdita nel potere d'acquisto delle famiglie italiane ma al contempo un grande slancio per il settore esportatore; dunque, si venne a creare un mix di riduzione della spesa e aumento delle esportazioni che consentì l'accumulo di imponenti riserve valutarie da impiegare nella riduzione del debito italiano nei confronti di Stati Uniti e Germania. Nel '76 a differenza di quanto si può essere portati a pensare nonostante la grande svalutazione l'inflazione rimase relativamente contenuta passando dal 17% del 1975 al 16,7% del 1976, inoltre altri effetti molto positivi si manifestarono nell'economia reale, la crescita del pil nel 1976 fu straordinaria e dopo la recessione del -3,6% del 1975 si raggiunse il risultato del +5,9% del 1976(27). Col senno di poi numerosi analisti ritennero provvidenziale, e anzi tardiva, la svalutazione della lira, la quale fornì ossigeno all'economia italiana consentendole di ripartire.

BIBLIOGRAFIA

Istituzioni e mercati finanziari di Fredric S. Mishkin, Stanley G. Eakins

Diritto pubblico di Fabrizio Politi

Storia dell'Economia di Jonh Kennet Galbright

Macroeconomia. Una prospettiva europea. Di Oliver Blanchard

SITOGRAFIA

https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1612_it.htm

<https://www.bis.org/publ/rpfx05t.pdf>

https://www.bankpedia.org/termine.php?c_id=22699

<https://www.treccani.it/enciclopedia/gold-standard/>

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/collana-storica/contributi/contributi-09/CSBI-contributi-09.pdf>

<https://www.forbes.com/advisor/investing/what-is-forex-trading/>

http://video.unimercatorum.it/077/PolEco/Cannata/Sis_Mon_Int/Sis_Mon_Int.pdf

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.it.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/currency-swap.html21>

<http://ilcontesto.blogautore.espresso.repubblica.it/2022/05/09/1992-lanno-delle-stragi-e-di-maastricht-spartiacque-per-leconomia/>

<https://st.ilsole24ore.com/art/notizie/2012-09-05/settembre-1992-lira-sommersa-221921.shtml>

<https://tradingeconomics.com/country-list/inflation-rate->

<https://www.ilsole24ore.com/art/erdogan-l-islam-mi-impone-abbassare-tassi-e-lira-precipita-AErSwq3>

https://archivio.corriere.it/Archivio/interface/view_preview.shtml?reason=unauthenticated&cat=2&cid=1434320133&pids=PO&credits=1&origin=https%3A%2F%2Farchivio.corriere.it%2FArchivio%2Finterface%2Fview.shtml#!/NTovZXMvaXQvcnNzZGF0aWRhY3MyL0AxMTk1MzM=

<https://urbrick.com/materiale/le-crisi-petroli-fere-degli-anni-settanta/>

<https://www.bpp.it/Apulia/html/archivio/1976/II/art/R76II001.html>

