

Il Sistema Monetario Europeo

9.1 Nascita del Sistema

La marcata instabilità che aveva caratterizzato gran parte degli anni Settanta rafforzò in Europa la convinzione che fosse necessario adottare, all'interno dell'area, una configurazione di cambi fissi che isolasse le monete e le economie dagli incerti andamenti del dollaro. I tentativi, nel corso di quel decennio, di fare fluttuare congiuntamente le divise europee, seppure caratterizzati da difficoltà e insuccessi furono utili alla definizione di un insieme di regole capace di superare le asperità di un contesto internazionale sempre più instabile e turbolento. Da queste riflessioni nacque nel 1979 il *Sistema Monetario Europeo* (SME).

La nascita dello SME, frutto di una lunga e travagliata elaborazione, fu il risultato di una intesa tra la Francia e la Germania. Il progetto franco-tedesco, detto «piano Schmidt-Giscard», fu inizialmente guardato con preoccupazione dal Regno Unito e dall'Italia, ritenendosi che la disciplina monetaria molto severa in esso contemplata avrebbe finito con l'aumentare la disoccupazione, già elevata in entrambi i paesi¹. Proposte e schemi alternativi furono avanzati nel contesto del vertice europeo di Brema nel luglio 1978; seguì una complessa fase negoziale². Istituito con la risoluzione del Consiglio europeo del 5 dicembre 1978 ed entrato in vigore il 13 marzo 1979, lo SME mirava «a realizzare una zona di stabilità monetaria in Europa». Vi aderirono tutti i pae-

1 James [1996, p. 301].

2 Si veda in proposito Masera [1987, pp. 61-85].

si membri della CEE ma, tra questi, il Regno Unito si astenne dal partecipare ai meccanismi di cambio e di intervento³.

Il Sistema si basava su un paniere delle valute dei paesi aderenti, detto *European Currency Unit* (ECU), che avrebbe rappresentato il numerario di riferimento⁴. Le deviazioni dei cambi bilaterali concordati tra i membri sarebbero state tollerate entro prefissati «margini bilaterali» ($\pm 2,25$), raggiunti i quali scattava l'obbligo di intervento illimitato. Superata una prefissata «soglia di divergenza», ossia il margine di deviazione delle singole monete rispetto all'ECU, le autorità interessate avrebbero dovuto adottare misure opportune di politica economica ed eventualmente considerare un riallineamento della parità centrale. Per assicurare credibilità al Sistema furono previsti meccanismi atti ad assicurare le risorse finanziarie necessarie a fronteggiare situazioni di particolare tensione sui mercati. Tra questi, il *Fondo Europeo di Cooperazione Monetaria* (FECOM), che permetteva la creazione e l'utilizzo di riserve ufficiali in ECU come strumento di regolamento tra le banche centrali, e la cosiddetta «facilitazione di credito di brevissimo termine», sostanzialmente una rete di linee di credito reciproche attraverso cui ciascuna banca centrale poteva mettere a disposizione delle altre la propria moneta. Vennero altresì previste facilitazioni di credito di più lungo termine consistenti nella concessione di risorse a fronte dell'adozione di programmi di risanamento economico.

Gli industriali furono favorevoli al nuovo regime europeo di cambi, ritenendo che esso avrebbe permesso di rimuovere un'importante fonte di incertezza per il sistema produttivo⁵. L'Italia aderì tuttavia allo SME solo dopo

3 Si veda Banca d'Italia [1979, R.A., Appendice, p. 151]. Le valute che componevano il paniere erano: lira, marco, franco belga, franco francese, franco lussemburghese, fiorino olandese, sterlina inglese, sterlina irlandese, corona danese.

4 Il valore e la composizione dell'ECU erano equivalenti a quelli dell'Unità di Conto Europea (UCE), istituita nel 1975, basata sulla media del prodotto nazionale lordo e del commercio intracomunitario di ciascun paese per il periodo 1969-1973, corretta in funzione delle quote di partecipazione al sostegno monetario a breve termine. Per la composizione dell'UCE si veda Banca d'Italia [1975, R.A., p. 64].

5 Si veda al riguardo l'intervento di Carli, che fu presidente della Confindustria dal luglio del 1976 al maggio del 1980, al *World Business Conference* sul tema «Quali azioni si richiedono per promuovere la rigenerazione economica europea», Francoforte, 15 febbraio, 1979, Archivio storico Confindustria, Fondo Presidente Carli, Serie Scritti e discorsi. Poco prima in un intervento a Bruxelles in occasione del ventennale *Union des Industries des pays de la Communauté Européenne* (UNICE), il 7 dicembre 1978, Carli

una prudente riflessione, memore della difficile esperienza del «serpente», e con il beneficio di una banda di oscillazione del ± 6 per cento anziché del $\pm 2,25$ fissato per le altre valute. Governatore della Banca d'Italia era, dall'agosto del 1975, Paolo Baffi, il quale negoziò personalmente la «banda larga» con il cancelliere tedesco Schmidt. Baffi riteneva che al sistema produttivo italiano occorresse del tempo per adattarsi alla nuova realtà⁶. Come scrisse egli stesso: «Una politica di interventi che avesse legato strettamente la lira alle monete di paesi con tassi di inflazione molto più bassi del nostro non avrebbe avuto probabilità alcuna di sviluppare da sola un effetto moderatore dei prezzi tale da convalidare *ex post* il corso assegnato al cambio»⁷.

Le cautele dell'Italia, erroneamente interpretate da taluni come avversione all'Europa, si dimostrarono un contributo costruttivo alla stabilità del Sistema. La banda larga fu infatti successivamente utilizzata per favorire l'ingresso di altri paesi nello SME, evitando un ricorso troppo frequente ad aggiustamenti delle parità centrali. Nella fase critica che a partire dal 1992 minaccerà la stabilità dello SME, tutte le valute adotteranno una banda di oscillazione del 15 per cento, dal 2 agosto dell'anno successivo fino all'entrata in vigore dei cambi irreversibilmente fissi.

9.2 I primi otto anni

La nascita dello SME coincideva con l'inizio di una nuova fase critica per l'economia mondiale. Il secondo *shock* petrolifero minacciava una nuova ondata inflazionistica ed erano evidenti i sintomi di una grave crisi di fiducia nel dollaro. Negli Stati Uniti il presidente Carter avviava la stabilizzazione del cambio. Al nuovo corso, che avrebbe implicato un significativo rialzo dei tassi d'interesse americani, contribuì in modo determinante la Riserva federale guidata da Paul Volcker⁸. In Europa molti paesi avevano modificato, o erano in procinto di modificare anch'essi in senso restrittivo, il mix di politi-

aveva affermato «Lo SME, visto dal lato dell'impresa, appare come un contributo alla riduzione dell'incertezza nella quale essa opera».

6 Maserà [1988, p. 394] e Fazio [2002, p. XIX].

7 Banca d'Italia [1978, R.A., Considerazioni finali, pp. 388-389].

8 Il pacchetto prevedeva una restrizione della politica monetaria e il rifornimento di marchi e yen tramite il Fondo monetario, le linee di credito *swap* con le altre banche centrali, nonché la vendita diretta di oro della Riserva federale, in modo da intervenire a sostegno del dollaro (cfr. Parboni [1985, p. 175]).

che economiche. Il 1979 è l'anno dell'avvento del governo neoliberale di Margaret Thatcher in Gran Bretagna e di quello di Raymond Barre in Francia. La Germania, che sotto le pressioni degli Stati Uniti stava conducendo una strategia cautamente espansiva, dopo lo *shock* petrolifero la mutò anch'essa in senso nettamente deflazionistico. La combinazione di questi sviluppi, negli Stati Uniti e in Europa, produrrà una fase di depressione generalizzata dell'economia mondiale complicando non poco la fase di avvio del nuovo regime europeo di cambi⁹.

Per quanto riguarda l'Italia, il Paese viveva uno dei momenti più difficili della sua storia sul piano politico-istituzionale. Erano gli anni dell'assassinio di Aldo Moro e di tante altre vittime del terrorismo, ma anche quelli dell'ingiusta persecuzione ai danni del governatore della Banca d'Italia, Paolo Baffi, e del vicedirettore generale, Mario Sarcinelli, che li indusse a lasciare gli incarichi nell'ottobre 1978. L'economia era resa più vulnerabile dai rincari petroliferi e dal grado elevato di indicizzazione salariale insita nel sistema.

Già nel primo anno di vita dello SME, rispettivamente a settembre e novembre 1979, furono necessari dei riallineamenti delle parità per consentire gli aggiustamenti resi necessari dalla risposta dei mercati al nuovo assetto monetario europeo. La lira si mantenne sopra la banda stretta di oscillazione per la prima parte dell'anno, subendo poi un temporaneo cedimento, nel mese di ottobre, che venne contrastato con l'aumento del tasso di sconto di un punto e mezzo, al 12 per cento. L'accelerazione della crescita dei prezzi interni e l'aumento dei tassi internazionali richiesero un ulteriore aumento in dicembre, al 15 per cento, il valore massimo negli ultimi tre anni. Carlo Azeglio Ciampi, che era succeduto a Baffi nella carica di governatore, era d'altra parte fermamente intenzionato a perseguire una coerente strategia di difesa della moneta¹⁰.

9 Parboni [1985, pp. 228-229].

10 Come ricorda Nardozzi [2004, p. 68]: «Un segno di tale determinazione [...] venne da un incontro dell'estate del 1980 con l'avvocato Agnelli, sceso in via Nazionale a chiedere una nuova svalutazione della moneta. A questa richiesta il governatore oppose un fermo, senza dubbio cortese, rifiuto. Oppose in sostanza l'attrito del cambio alla deriva, alla quale si era abituata l'industria italiana. Probabilmente Ciampi spiegò all'Avvocato che, se vero che un aumento dei costi di produzione maggiore dei concorrenti esteri influenza il cambio, si poteva, e si doveva, guardare la cosa all'incontrario. Se non cedeva il cambio neanche i costi delle importazioni e dei salari agganciati all'inflazione con la scala mobile sarebbero aumentati».

Alla metà del 1980 l'ulteriore accelerazione del processo inflazionistico – l'aumento del costo della vita era arrivato a superare il 20 per cento annuo – causò nuove forti pressioni al ribasso sulla lira, ancora una volta arginate da drastici aumenti dei tassi di interesse; venne altresì rinnovato anticipatamente e reso più stringente il massimale sul credito bancario e si introdussero nuove misure di controllo valutario. Si profilava tuttavia una svolta storica nei rapporti tra le autorità monetarie. Il 12 febbraio 1981 il ministro del Tesoro, Beniamino Andreatta, scioglieva la Banca d'Italia dall'impegno di acquistare residualmente i buoni ordinari del Tesoro (BoT) rimasti non collocati alle aste. Il «divorzio» operato tra Tesoro e banca centrale, che fu attuato in luglio, attenuava il collegamento tra la creazione di base monetaria e l'entità del fabbisogno di cassa del Tesoro; esso accresceva l'autonomia della politica monetaria rendendo nel contempo più stringente il vincolo di bilancio pubblico¹¹.

La rivalutazione del dollaro iniziata con l'amministrazione Carter, e proseguita con quella Reagan, aveva contribuito a stabilizzare lo SME, grazie al guadagno di competitività che ne era derivato per le valute europee¹². Alla metà di febbraio del 1981, tuttavia, l'ascesa della valuta statunitense si arrestò. L'incertezza che ne seguì contribuì a riaccendere le pressioni speculative sulle monete europee, sospingendo in particolare la lira e il franco belga verso la soglia di divergenza. Nel marzo del 1981, rinunciando a sostenere un tasso di cambio non più coerente con i valori delle variabili fondamentali, le autorità italiane richiesero il riallineamento delle parità centrali della lira, che fu svalutata del 6 per cento rispetto a tutte le altre monete. Presto seguì l'attacco della speculazione ai danni del franco francese, collegato alla vittoria dei socialisti nelle elezioni presidenziali. La difesa del franco richiese misure eccezionali, quali l'aumento del tasso di sconto dal 13,5 al 22 per cento, nonché interventi diretti sul mercato dei cambi che costarono alla Banca di Francia circa 8 miliardi di dollari delle proprie riserve.

11 Si veda l'articolo retrospettivo che lo stesso Andreatta pubblicò sul «Sole 24 Ore» il 26 luglio 1991, in occasione del decennale del «divorzio», riprodotto in Fratianni e Spinelli [2001, pp. 498-500].

12 L'amministrazione Reagan faceva in realtà segnare un ritorno alla politica del *benign neglect*, caratterizzandosi per interventi solo sporadici sul mercato dei cambi, con l'importante differenza che in questo caso si lasciava indisturbata la rivalutazione del dollaro (cfr. Parboni [1985, p. 214-5]).

Il graduale indebolimento del dollaro nel periodo tra giugno e settembre comportò un rafforzamento del marco più ampio di quello delle altre valute europee, determinando tensioni tali da portare ripetutamente la valuta tedesca oltre la soglia superiore di divergenza. Il franco francese e la lira furono tra le valute più colpite dalla burrasca. In ottobre si pervenne alla decisione di svalutare il franco dell'8 per cento rispetto al marco e al fiorino olandese, e del 3 per cento nei confronti delle altre valute. La lira seguì il franco, mentre la rivalutazione della parità del franco belga, non giustificata dall'andamento della bilancia dei pagamenti, determinò attacchi speculativi sulla valuta, forzando un nuovo riallineamento nel febbraio 1982, in cui il franco belga venne svalutato dell'8 per cento. Le autorità danesi richiesero in quell'occasione una svalutazione del 3 per cento per la propria moneta¹³. I benefici di queste modifiche alle parità furono purtroppo solo temporanei. Le politiche economiche espansive messe in atto in Francia con François Mitterand, prevalentemente attraverso un rilancio della spesa sociale, e le pressioni inflazionistiche perduranti in Italia attirarono una nuova ondata speculativa contro il franco e la lira che fu arginata solamente a costi ingenti¹⁴.

Nel giugno, tuttavia, le autorità francesi si rassegnarono ad abbandonare la difesa del franco, che venne svalutato del 9,6 per cento rispetto al marco e al fiorino olandese. Il deprezzamento richiesto per la lira dalle autorità italiane fu più contenuto, pari al 6,7 per cento. Facendo seguito al riaccendersi di forti pressioni speculative, determinate dalla scarsa efficacia delle misure adottate dalla Francia per favorire l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti, la banca centrale dovette operare interventi per oltre 7 miliardi di dollari. Le pressioni sulla lira furono più moderate, consentendo la difesa a costi più contenuti. All'inizio del 1983, mentre si avvicinavano le scadenze elettorali in Germania e in Francia, la speculazione tornò ad accanirsi contro il franco, determinando nei primi due mesi dell'anno la perdita di oltre 3 miliardi di dollari. In queste circostanze si aprì in Francia un acceso dibattito sull'opportunità per il paese di rimanere nel Sistema. L'opzione di abbandonare lo SME venne alla fine rigettata. Il 22 marzo venne effettuato un nuovo riallineamento che vedeva fortemente rafforzato il marco tedesco, mentre si deprezzavano la sterlina irlandese, il franco francese e la lira. Quest'ultima,

13 Si veda Banca d'Italia [1982, R.A., p. 42].

14 Tra il gennaio e il maggio del 1982, il sostegno alle valute della Francia e dell'Italia richiese interventi per circa 5 miliardi di dollari da parte delle rispettive banche centrali. Si veda Masera [1987, p. 115].

in seguito al riallineamento, si posizionò, per la prima volta dall'avvio dello SME, su livelli prossimi al margine superiore di intervento.

Le vicende che avevano coinvolto le valute europee nei primi anni di funzionamento del Sistema ebbero l'effetto positivo di incoraggiare un maggiore coordinamento delle politiche tra i paesi aderenti, con il risultato di attenuare i differenziali inflazionistici¹⁵. La maggiore stabilità che seguì in Europa consentì di superare senza turbolenze eccessive le fasi di apprezzamento e deprezzamento del dollaro che si alternarono nel periodo.

A partire dal 1985, tuttavia, le tensioni create dall'apprezzamento del dollaro indussero le autorità dei paesi industriali a effettuare rilevanti interventi concertati nel mese di febbraio per favorirne la discesa. L'insoddisfazione per l'incertezza dominante i mercati valutari si tradusse in una diffusa esigenza di una revisione critica delle lacune del sistema (o, meglio, «non-sistema») monetario internazionale vigente. In tale ambito venne completato nel mese di giugno un rapporto a cura dei supplenti dei ministri e governatori del G-10, elaborato sotto la presidenza di Lamberto Dini, direttore generale della Banca d'Italia, al fine di identificare possibili aree di miglioramento¹⁶. Nel frattempo, essendosi arrestata la caduta dei tassi di interesse negli Stati Uniti, dalla seconda metà dell'anno il dollaro riprese ad apprezzarsi. Le autorità dei paesi membri del gruppo dei cinque principali paesi industriali (G-5) si riunirono allora nel mese di settembre a New York e, in base agli accordi raggiunti (cosiddetti «accordi del Plaza»), riuscirono ad avviare un rapido deprezzamento del dollaro.

Nel mese di luglio si erano riaccese le pressioni della speculazione sulla lira, forzandone una svalutazione pari all'8 per cento. Nuove tensioni nei mesi successivi condussero, nell'aprile 1986, ad un altro riallineamento, per il cedimento del franco francese. Seguiva il riallineamento dell'agosto, per la svalutazione della sterlina irlandese, pari all'8 per cento. Mentre il dollaro continuava a deprezzarsi, proseguirono in Europa le tensioni tra le monete, principalmente a causa del mancato adeguamento dei tassi tedeschi a livelli coerenti con la stabilità dei cambi europei. Il sovrapporsi di fattori sfavorevoli, politici ed economici, tra questi ultimi l'allentamento dei controlli valutari in Francia, determinarono crescenti tensioni che condussero a un nuovo riallineamento nel gennaio 1987.

15 Tra il 1980 e il 1983 l'inflazione al consumo scese dal 5,5 al 3 per cento in Germania; dal 13,5 al 9,5 per cento in Francia; dal 21,5 al 14,7 per cento in Italia. Cfr. Banca d'Italia [B.E. n. 2, Febbraio 1984, p. 164].

16 Il rapporto è incluso in Banca d'Italia [B.E. n. 5, Ottobre 1985].

L'esperienza dello SME nei suoi primi otto anni aveva confermato la rilevanza della disciplina dei cambi fissi per il processo di convergenza delle economie europee. Il ruolo preminente del marco, riflesso della forza dell'economia tedesca, ne aveva fatto la valuta di riferimento del Sistema. Il differenziale di inflazione con la Germania divenne un indicatore cruciale per la politica economica e si cominciò a guardare con crescente preoccupazione ai disavanzi fiscali. Ci si rese conto che difficilmente si sarebbero potuti compiere ulteriori progressi senza un più deciso orientamento delle politiche economiche verso l'obiettivo della convergenza, l'abbandono definitivo dell'uso del tasso di cambio come strumento di aggiustamento, la completa liberalizzazione dei movimenti di capitale. Da queste constatazioni mosse il dibattito che aprì la strada all'ambizioso disegno di costituzione di un'unione economica e monetaria in Europa.

9.3 La crisi del 1992

Il riallineamento del gennaio 1987 rese possibile un periodo relativamente lungo di stabilità nello SME. Questo favorì in Italia lo smantellamento dei controlli amministrativi che dagli anni Settanta avevano caratterizzato la conduzione della politica monetaria. Si rimossero i vincoli di portafoglio, il massimale sul credito e, adempiendo agli obblighi assunti in sede comunitaria, i vincoli alle transazioni valutarie e ai movimenti di capitale. Nel 1988 venne abolito il prezzo base per le emissioni a breve sul mercato primario dei titoli pubblici e su quello secondario venne creato un mercato telematico per favorire la liquidità e la trasparenza delle transazioni.

Nel 1990 l'Italia adottò la banda stretta del $\pm 2,25$ per cento. Con questa scelta l'Italia si poneva a diretto confronto con le altre economie europee, accettando di misurarsi con la disciplina dei mercati internazionali. La sostanziale fissità del cambio della lira, in presenza di piena mobilità dei capitali, imponeva tuttavia forti condizionamenti all'autonomia della politica monetaria, i cui effetti sulle variabili interne sarebbero stati neutralizzati dall'integrazione finanziaria internazionale¹⁷. Il passaggio al

17 In conformità con i risultati ben noti del modello di Mundell-Fleming, l'aprirsi di un differenziale positivo tra i tassi d'interesse nazionali ed esteri a seguito, per esempio, di una stretta monetaria all'interno avrebbe richiamato i flussi di capitale alla ricerca di una remunerazione più vantaggiosa, aumentando l'offerta di moneta e quindi forzando la discesa dei tassi nazionali ai livelli di partenza.

nuovo regime fu tuttavia graduale; una prudente gestione del processo di transizione al regime di concorrenza nella fornitura di servizi bancari e finanziari all'interno della CEE consentì all'Italia di mantenere un certo grado di flessibilità e di indipendenza della politica monetaria malgrado l'adozione della banda stretta¹⁸.

Sul piano dell'inflazione e della finanza pubblica i risultati furono modesti. Dopo avere toccato un minimo di 4,7 per cento nel 1987 per il ribasso dei prezzi internazionali delle materie prime energetiche, l'inflazione risalì nuovamente fino al 6,5 per cento nel 1990. La finanza pubblica continuò a risentire dell'assenza di un'azione concreta malgrado gli annunci di ambiziosi programmi di riduzione del deficit. L'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche si mantenne sopra il 10 per cento del prodotto interno lordo.

Il 9 e 10 dicembre del 1991 si tenne a Maastricht la storica riunione del Consiglio europeo nella quale vennero approvate le modifiche al Trattato di Roma che avrebbero definito le tappe dell'*Unione Economica e Monetaria* (UEM)¹⁹. In quella sede si stabilirono le modalità che, a partire dalla creazione dell'*Istituto Monetario Europeo* nel gennaio 1994, avrebbero preparato gli strumenti e le norme necessarie a consentire l'avvio, alla tappa conclusiva, del *Sistema Europeo di Banche Centrali* (SEBC). Questo si sarebbe dovuto comporre delle banche centrali dei paesi membri della Comunità nonché della *Banca Centrale Europea* (BCE). Un organo collegiale, il Consiglio direttivo, avrebbe governato la BCE, con l'obiettivo di mantenere la stabilità dei prezzi e, subordinatamente, di sostenere le politiche economiche dell'UEM. È in questo nuovo contesto che si inquadra, in Italia, il provvedimento del 7 febbraio 1992 (L. n. 82), col quale veniva concessa al governatore della Banca d'Italia la piena autonomia nella manovra del tasso di sconto, una misura volta a suggerire l'indipendenza della banca centrale dal potere politico²⁰.

18 Ad esempio, in Italia permaneva un vincolo all'apertura di filiali e sportelli da parte di banche straniere. Si veda Arcelli e Di Giorgio [1995] e Arcelli e Micossi [1997].

19 Le modifiche sono riportate in Banca d'Italia [B.E. n. 18, Febbraio 1992, Documenti, pp. 13-39].

20 La legge fu voluta dal ministro del Tesoro Carli. Nelle sue memorie ricorda che al fine di gestire il debito pubblico nel rispetto delle regole di mercato, «era indispensabile garantire alla Banca d'Italia un'autonomia maggiore di quella che aveva goduto in passato, fondata su basi istituzionali solide e munita del consenso dell'opinione pubblica». Più avanti: «Era mio dovere rafforzare l'autonomia della Banca d'Italia con provvedimenti di legge. Ci sono riuscito». Si veda Carli [1993, pp. 391-393].

Il Trattato di Maastricht prevedeva il rafforzamento delle procedure di coordinamento al fine di conseguire gli obiettivi comuni dell'Unione monetaria. Un particolare rilievo venne dato alla stabilità dei prezzi, all'equilibrio delle finanze pubbliche, alla sostenibilità delle bilance dei pagamenti. Gli indirizzi generali delle politiche comunitarie sarebbero stati dettati dal Consiglio dei ministri della Comunità, i quali avrebbero potuto anche rivolgere raccomandazioni specifiche ai paesi membri. Un aspetto fondamentale fu la fissazione di criteri quantitativi per la valutazione delle politiche di bilancio. Il Consiglio dei ministri avrebbe infatti valutato i disavanzi pubblici dei paesi membri sulla base di un rapporto della Commissione sul rispetto o meno dei due criteri, stabiliti nell'articolo 104c del Trattato, relativi al mantenimento del rapporto del disavanzo e del debito pubblico rispetto al Pil all'interno di predefiniti valori soglia²¹.

Dopo oltre cinque anni di sostanziale stabilità, nel 1992 una serie di fattori avversi concorsero a determinare una crisi valutaria di eccezionale gravità. All'inizio di giugno, l'esito negativo del referendum nazionale in Danimarca sulla ratifica del Trattato di Maastricht sollevò seri dubbi sui tempi di realizzazione dell'unione monetaria. Aggravarono la situazione le difficoltà di molti paesi a mantenersi all'interno dei parametri fissati per l'inflazione e il disavanzo pubblico, gli orientamenti difformi delle politiche monetarie in Germania e negli Stati Uniti, e la prospettiva del referendum francese sulla ratifica del trattato, fissato per il 20 settembre. Le condizioni dell'Italia erano in quel momento particolarmente sfavorevoli, in presenza di una crisi politica in corso e di una carenza di incisività della politica di bilancio, resa più evidente dai vincoli posti dai criteri di convergenza fissati a Maastricht. Alla metà del 1992 le pressioni violentissime dei mercati iniziarono a scuotere lo SME. La lira fu tra le valute più colpite dalla speculazione, che si accanì anche sulle monete ancora nella banda larga, la sterlina, la peseta e l'escudo. Tra l'inizio di giugno e l'11 di settembre la lira si deprezzò dell'1,6 per cento, collocandosi al limite inferiore della banda di oscillazione, malgrado l'azione avviata dal nuovo governo Amato, dopo le elezioni di aprile, per la riduzione del fabbisogno del settore statale nell'anno in corso. L'anticipazione a metà settembre, tramite decreto legge, dei contenuti della manovra di bilancio non sortì gli effetti sperati²².

21 I valori di riferimento fissati dal protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi, allegato al Trattato, erano rispettivamente il 3 e il 60 per cento.

22 Si vedano Arcelli [1992] e Arcelli e Micossi [1997, p. 289].

La Banca d'Italia difese il cambio della lira con tutte le riserve in valuta a disposizione, cedendole per assorbire le lire offerte sui mercati²³. Il 13 settembre le autorità italiane e tedesche proponevano congiuntamente un riallineamento delle parità centrali nello SME. Come risultato la lira si svalutava del 3,5 per cento. Nell'imminenza del referendum francese sull'adesione della Francia all'euro, dall'esito incerto, nei giorni successivi le pressioni speculative si diffondevano all'interno del Sistema. Impossibilitato a difendere la sterlina, il governo inglese sospendeva a tempo indeterminato la partecipazione agli Accordi di cambio. Il 17 settembre la peseta veniva svalutata del 5 per cento mentre l'Italia si vedeva costretta ad astenersi temporaneamente dagli interventi obbligatori. Le tensioni speculative si orientarono poi verso il franco francese, malgrado il risultato favorevole della consultazione referendaria in settembre, costringendo la Banca di Francia e la *Bundesbank* a interventi di ammontare ingente e alla diffusione dell'annuncio di un accordo franco-tedesco per la difesa delle parità. Il riaccuirsi delle tensioni nello SME dalla seconda metà di novembre determinava un nuovo indebolimento della lira che, a metà febbraio 1993, risultava deprezzata nei confronti del marco di circa il 18 per cento rispetto ai livelli precedenti il riallineamento di settembre.

9.4 Il rientro della lira nel Sistema e il passaggio all'euro

La crisi del 1992 interrompeva un quinquennio di stabilità nello SME, ma avviava finalmente la correzione degli squilibri macroeconomici in Italia. La strategia di riduzione del deficit pubblico adottata dal governo Amato aprì la strada a nuove misure, introdotte dai governi successivi, per incidere sulle principali voci di spesa del bilancio pubblico: le retribuzioni statali, le pensioni e la sanità. Il 3 luglio del 1993 fu siglato un accordo tra il governo Ciampi e le parti sociali ove la politica dei redditi veniva riconosciuta come strumento fondamentale, oltre che per la difesa del potere di acquisto delle retribuzioni, per il contenimento dell'inflazione e il risanamento della finanza pubblica²⁴. In ri-

23 Occorreranno anni per ricostituire le riserve «a prezzi nel frattempo rialzati (occorreranno più lire per acquistare la stessa quantità di valuta). La differenza sarà tuttavia abbondantemente coperta dagli ingentissimi «utili da negoziazioni in cambi accumulati nel corso degli anni ottanta, sicché il paese non subirà alcuna perdita netta» Rossi [1998, p. 98].

24 Il sistema di indicizzazione era stato disdetto unilateralmente dalla Confindustria nel maggio del 1990, ma il governo la aveva prorogato sino alla fine del 1991. La defini-

sposta alla crescente integrazione dei mercati finanziari e recependo le direttive comunitarie volte a disegnare il mercato unico europeo dei servizi finanziari²⁵, si modificò l'assetto del sistema bancario italiano, sino a quel momento caratterizzato da un'ampia segmentazione territoriale ed operativa e da una rilevante presenza pubblica nelle banche. Si accentuò il processo di concentrazione e privatizzazione, con notevoli benefici per la concorrenza tra le banche e tra queste e gli altri intermediari²⁶. Si registrò nei tre anni successivi una riduzione apprezzabile del disavanzo del settore statale in rapporto al PIL, mentre rallentava l'inflazione al consumo, che nel gennaio 1995 si collocò sotto il 4 per cento²⁷.

Nel febbraio 1995 l'onda della crisi finanziaria del Messico colpiva duramente la lira, determinando una svalutazione di poco inferiore a quella del 1992. Nel maggio 1995, di fronte al rischio di un riaccendersi dell'inflazione, il governatore della Banca d'Italia, Antonio Fazio, ribadiva la ferma intenzione di tenere la dinamica dei prezzi sotto controllo e, a tal fine, fissava un obiettivo esplicito di riduzione della dinamica dei prezzi al consumo per quell'anno e il seguente²⁸. L'inflazione tornò così a scendere, per raggiungere livelli mai sperimentati nei trent'anni precedenti (l'1,7 per cento nella media del 1997). Questo risultato, insieme al sostanziale rispetto degli altri criteri di convergenza stabiliti dal Trattato di Maastricht²⁹, consentiva l'ammissione dell'Italia alla moneta unica, insieme ad altri dieci paesi.

tiva cessazione del meccanismo di indicizzazione venne sancita il 31 luglio del 1992 dal governo Amato. Sulla relazione tra salari, inflazione e politica monetaria in uno schema di *political economy* si veda Piga [2005].

25 Contenute nel Testo unico bancario del 1993.

26 Si veda l'intervento di Antonio Fazio, governatore della Banca d'Italia su «Concorrenza, sviluppo e sistema bancario», in Banca d'Italia [B.E., n. 35, Ottobre 2000].

27 L'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche si ridusse dal 9,5 in percentuale del PIL nel 1992 al 7,1 nel 1995. Cfr. Banca d'Italia [1996, p. 141].

28 «Il tasso medio annuo d'inflazione dei prezzi al consumo [...] dovrà ridiscendere al di sotto del 4 per cento l'anno prossimo. Qualora la dinamica dei prezzi nel corso dei prossimi mesi tenda a discostarsi dall'andamento ora delineato, non esiteremo a restringere ancora le condizioni di offerta del credito». Si veda Banca d'Italia [1995, R.A., Considerazioni finali, p. 379].

29 Faceva eccezione il debito pubblico che eccedeva di gran lunga il limite previsto dal Trattato e per il quale fu richiesto un programma di rientro entro limiti temporali pre-stabiliti.

Dal 1° gennaio 1999 si avviava la terza e ultima fase dell'UEM. Undici paesi dell'Unione europea adottavano l'euro, fissandone irrevocabilmente il rapporto di conversione con le monete nazionali. L'euro diveniva moneta comune, sebbene ancora non circolante. Un apposito Comitato Euro, istituito presso il ministero dell'Economia e delle Finanze con la collaborazione attiva della Banca d'Italia definiva, nel gennaio 2001, gli aspetti salienti del *changeover* alla moneta unica. Nel 2002 si compiva lo storico passaggio all'euro. Venivano immessi in circolazione i biglietti e le monete in euro, a fianco delle lire, per il periodo fino al 28 febbraio. Già alla metà di gennaio il circolante in euro diveniva ampiamente prevalente³⁰. La sovranità monetaria veniva attribuita congiuntamente alle Banche centrali nazionali e alla BCE, in ottemperanza agli impegni stabiliti dal Trattato di Maastricht.

30 Banca d'Italia [B.E. n. 38, Marzo 2002, p. 97].