

La travagliata strada verso l'euro: l'attacco alla lira del settembre 1992

MICHELE ALACEVICH, PIER FRANCESCO ASSO*

Abstract:

Questo articolo analizza il percorso di convergenza dell'Italia verso la banda stretta del Sistema Monetario Europeo (SME), la crisi valutaria del 1992 con la conseguente uscita della lira dallo SME, e gli effetti della crisi. Oltre a offrire una sommaria ricostruzione delle vicende che portarono all'uscita di lira e sterlina dallo SME, questo saggio insiste sulla dimensione europea, e non esclusivamente italiana, della crisi, mostrando il prevalere di inerzie istituzionali e interessi nazionali a livello continentale. L'Italia si rivelò un attore particolarmente fragile in un contesto di sistematica debolezza. Il saggio, inoltre, richiama l'attenzione sull'importanza che gli interessi statunitensi ebbero per la crisi del 1992 e la sua risoluzione. Infine, ricordiamo come la crisi costrinse l'Italia a perseguire una politica virtuosa per aderire al progetto dell'euro e si rivelò, in altre parole, un *blessing in disguise*.

The Rocky Road to the Euro: the attack on the Lira in September 1992

This article analyzes Italy's path towards the narrow band of the European Monetary System (EMS), the currency crisis of 1992 with the subsequent exit of the lira from the EMS, and the consequences of the crisis. In addition to offering a summary reconstruction of the events that led to the exit of the lira and the British pound from the EMS, this essay insists on the European, and not exclusively Italian, dimension of the crisis, showing the prevalence of institutional inertia and national interests at a continental level. Italy proved to be a particularly fragile actor in a context of systematic weakness. The essay also draws attention to the importance that US interests had for the 1992 crisis and its resolution. Finally, we argue that the crisis was a blessing in disguise, as it forced Italy to pursue a virtuous policy to join the Euro project.

Alacevich: Università di Bologna,
email: michele.alacevich@unibo.it
Asso: Università di Palermo,
email: francesco.asso@unipa.it

Per citare l'articolo:

Alacevich M., Asso P.F. (2024), "La travagliata strada verso l'euro: l'attacco alla lira del settembre 1992", *Moneta e Credito*, 77 (308), pp. 303-322.

DOI:

<https://doi.org/10.13133/2037-3651/18808>

JEL codes:

N14, E42, E58, F33

Keywords:

European Monetary System, 1992
currency crisis, European monetary
policy, history of European economic
integration, Maastricht Treaty

Homepage della rivista:

<http://www.monetaecredito.info>

Considero un sogno, niente di più, quello di avere una unità monetaria che detti legge nelle varie regioni dell'Europa, imbrigliando le politiche economiche di ogni Stato [...] Si può discutere su quando finirà il sogno dell'unità monetaria, ma non se sopravviverà o meno.

Paul Samuelson, 3 settembre 1992¹

* Gli autori ringraziano, con gli "usual disclaimers", Carlo d'Ippoliti e Marcello Messeri per i commenti su una precedente versione.

¹ Questa e le successive citazioni di articoli da *La Repubblica* provengono dal suo archivio online.

Si racconta che quando l'Italia aderì alla banda stretta del Sistema Monetario Europeo (SME), nel gennaio 1990, l'allora governatore della Banca d'Italia, Carlo Azeglio Ciampi, disse al direttorio riunito nel suo ufficio che l'Italia aveva piantato un chiodo nella roccia e vi aveva attaccato una corda. L'Italia era appesa alla corda, continuò Ciampi: poteva usarla per risalire la china, oppure ci sarebbe rimasta impiccata.² Il quadro d'insieme, all'epoca, offriva luci e ombre. Per tutto il decennio precedente, il paese aveva sperimentato tassi di crescita elevati, trainati da nuove realtà dinamiche dell'industria manifatturiera, che, tuttavia, non avevano consentito il superamento di antichi squilibri macroeconomici. Secondo diversi osservatori, la prorompente uscita dell'economia italiana dalla crisi degli anni Settanta era avvenuta attraverso una "stabilizzazione incompleta".³ Gli importanti risultati di politica monetaria degli anni appena trascorsi, in ogni caso, inducevano a un moderato ottimismo.

Nel giro di poco più di due anni tutto cambiò, e nel settembre del 1992 lira e sterlina inglese furono costrette non solo a tornare nella banda larga, ma a uscire dallo SME in modo repentino e incontrollato – ci fu chi, all'epoca, parlò di una vera e propria disfatta, di una nuova Caporetto. In ambito europeo, la capacità di collaborazione ai più elevati livelli istituzionali dei governi e delle banche centrali aveva mostrato gravi limiti, mentre aspri conflitti e diffidenze di lungo corso erano riemersi potentemente. Di fronte alle crescenti tensioni provenienti dalla congiuntura economica e dai mercati finanziari, gli sforzi delle autorità di coniugare le politiche nazionali con una visione di orizzonte europeo si dimostrarono modesti e privi di efficacia, con il prevalere di miopi interessi di parte sul consolidamento dei processi di integrazione. Il sentimento di sfiducia, soprattutto, investiva le popolazioni tutte, e il "no" danese al referendum su Maastricht del 2 giugno 1992 diede libero corso al nuovo vento di euroscetticismo.

Gran parte della storia della "road to Maastricht" e, in particolare, della burrascosa crisi che nel settembre del 1992 colpì lo SME deve ancora essere scritta e ciò non potrà essere fatto in questa sede, anche per l'indisponibilità di fonti primarie indispensabili per la ricostruzione delle condizioni di contesto e dell'effettivo ruolo dei protagonisti. In questo saggio cercheremo di identificare alcuni elementi che contrassegnarono la dimensione internazionale della crisi che investì la lira durante i mesi che portarono al settembre 1992. Questo perché solo una prospettiva internazionale può aiutarci a comprendere il carattere sistemico della crisi che sconvolse il sistema monetario europeo – nonché il concerto politico europeo – di fronte ai problemi di specifiche situazioni nazionali, in primis quella italiana. Faremo ovviamente riferimento al quadro politico, istituzionale e sociale italiano, ma per sottolineare soprattutto come esso entrasse in risonanza profonda con dinamiche di scala continentale e globale. Ciò che vorremmo far emergere, in ultima analisi, è il carattere profondamente politico e istituzionale della crisi monetaria ed economica che investì l'Europa e l'Italia. Rivisitare quelle vicende ha, purtroppo, un fine non puramente storico e documentario. L'Europa è nuovamente scossa da egoismi nazionali, diffidenze reciproche, tatticismi interni di breve respiro che eclissano la dimensione continentale e globale dei problemi che le si pongono di fronte. Come la cronaca non smette di ricordarci, la storia non insegna. Ci auguriamo però che possa contribuire a innalzare almeno un poco la qualità del dibattito dei nostri giorni.

² Si veda, per esempio, Eugenio Scalfari (1990).

³ Si vedano fra gli altri Rossi (1998), Salvati (2000) e Nardozzi (2004). Per una interpretazione originale che lega la forte ripresa del "dinamismo privato" con il perdurare del "disordine pubblico", si veda Trigilia (1995).

1. L'arduo percorso della convergenza, 1987-1991

Quando, nella notte tra il 5 e il 6 gennaio del 1990, la lira entrava nella banda stretta dello SME, non pochi vissero la cosa con apprensione. Si rinunciava a un privilegio durato oltre dieci anni e la banda stretta avrebbe ulteriormente ridotto l'autonomia della politica monetaria e la sua capacità di porsi a sostegno dell'economia reale. Dopo l'annuncio, in maniera non del tutto inaspettata, si manifestò nei mercati un tentativo di attacco speculativo. C'erano però anche sentimenti di ottimismo e di orgoglio: la lira, titolava un quotidiano nazionale, entrava "tra i grandi d'Europa" (Schettino, 1990). Sei mesi dopo, in effetti, la scommessa sembrava vinta, e la "super-lira" si dimostrava forte e stabile grazie al vigore dell'economia reale e soprattutto alla nuova credibilità conquistata dalle autorità monetarie italiane a livello internazionale. Il successo non era merito esclusivo della lira; l'intero sistema monetario europeo era riuscito a trasformarsi, secondo i commentatori, in un'area di forte stabilità monetaria. "L'impresa è riuscita" scriveva il giornalista economico Marco Ruffolo (1990) "Il vecchio continente ha saputo attrezzarsi per attutire le vorticosi correnti dei mercati valutari internazionali".

Diversi elementi possono servire a comprendere l'ottimismo di allora. I controlli sui movimenti di capitale, che avevano accompagnato dal dopoguerra la partecipazione italiana agli accordi di Bretton Woods per essere poi sensibilmente rafforzati con la legge penale valutaria del marzo 1976, erano stati progressivamente smantellati, senza ritardi rispetto alla decisione comunitaria di eliminarli completamente entro il luglio 1990. I mercati avevano reagito con grande compostezza di fronte a questa, da molti temuta, decisione di liberalizzazione finanziaria. Anzi, i flussi di investimenti esteri in entrata, beneficiando del differenziale positivo sui tassi e delle aspettative sulla loro convergenza, erano stati ingenti, contribuendo al rafforzamento della stabilità monetaria e fornendo una prova inoppugnabile sullo stato dei "sentimenti" degli operatori internazionali. Il paese, inoltre, dimostrava di voler mantenere comportamenti virtuosi che, come sottolineavano in tanti, ne consolidavano la credibilità internazionale. L'inflazione era stata significativamente ridotta, gli investimenti esteri erano cresciuti, e l'Italia aveva svolto un ruolo importante nel garantire la crescente stabilità dei tassi di cambio in ambito SME. Dopo una serie di riallineamenti, a partire dal 1987 la lira, al pari delle altre valute, sembrava aver raggiunto una solida stabilità. L'entrata nella banda stretta del gennaio 1990, avvenuta in concomitanza con un ultimo riallineamento gestito con grande efficacia e in maniera indolore, rappresentava al contempo un grande traguardo e il fondamento di altri cruciali obiettivi. Era il chiodo evocato da Ciampi, la promessa di nuovi passi verso la convergenza con le economie più forti d'Europa. In effetti, i tassi di interesse registravano questa convergenza nei fatti, scendendo dal 18% del tasso a breve del 1984 (contro un tasso del marco tedesco del 6%) al 12% del 1990 (il marco tedesco all'8%) (Ungerer et al. 1990, p. 19).

Ciò detto, l'importanza di quello che fu subito definito lo "SME forte" (1987-1992) non va letta tanto nella prospettiva di un traguardo nazionale, quanto in termini sistemici. I meccanismi di governo delle parità valutarie dopo il 1987 rappresentavano la dimostrazione di una precisa volontà politica a livello europeo, facilitata dalla favorevole congiuntura internazionale. La crisi che avrebbe investito lo SME rivelò non tanto un'insufficienza tecnica dei suoi meccanismi di funzionamento, quanto il deteriorarsi delle condizioni politiche che ne avevano sostenuto la radicale trasformazione dopo il 1987. Poiché la questione va al cuore della valenza politica di meccanismi all'apparenza esclusivamente tecnici, vale la pena approfondire brevemente l'analisi dello SME forte.

L'introduzione di uno SME forte era avvenuta in concomitanza con il rilancio del processo di integrazione europea deciso con l'Atto unico europeo del 1986: la svolta negli accordi di cambio

intendeva rafforzare la credibilità del nuovo percorso di integrazione che aveva nella convergenza monetaria e nell'integrazione finanziaria due fondamentali pilastri. Questa nuova fase si realizzò attraverso un rafforzamento delle procedure di coordinamento e delle azioni di reciproca assistenza finanziaria tra paesi. Già l'accordo originario di costituzione dello SME (1979) aveva stabilito che gli interventi delle autorità monetarie a difesa degli accordi dovessero essere di entità "illimitata", nonché pronti ad attivarsi non appena una valuta si avvicinasse al limite inferiore della banda di oscillazione. Il successivo accordo di Basilea-Nyborg del 1987 non solo riaffermò ulteriormente la validità di questo impegno, ma accrebbe la disponibilità delle risorse a esso dedicate: in particolare, l'accesso a risorse finanziarie a brevissimo termine (VSTFF) veniva esteso nell'uso e nella durata, mentre il loro impiego poteva scattare anche a livelli "infra-marginali", cioè superiori al valore minimo della banda di oscillazione. In pratica, con l'accordo di Basilea-Nyborg, le autorità monetarie dei paesi forti rafforzarono il loro impegno nei confronti del sistema, concordando di difendere a oltranza le monete dei paesi deboli con interventi illimitati.⁴

La ricerca di una maggiore credibilità in previsione della realizzazione di un ambizioso progetto di unione monetaria avveniva, dunque, attraverso una drastica riduzione della flessibilità intrinseca dello SME (che fino ad allora aveva dato buone prove anche nel sostenere obiettivi di politica economica interna) e un rafforzamento (che però si rivelerà presto illusorio) dei meccanismi di intervento e di collaborazione istituzionale.

È da notare, comunque, che questo processo di rafforzamento non era stato esente da frizioni anche di notevole entità. Sin dal 1988, l'incompatibilità fra un sistema monetario sempre più rigido e andamenti delle economie nazionali spesso divergenti provocò tensioni fra la Germania, da una parte, e gli altri paesi guidati da Francia e Italia, dall'altra: in due distinti memorandum, il ministro dell'Economia francese, Edouard Balladur, e il ministro del Tesoro italiano, Giuliano Amato, accusarono le autorità tedesche di voler trasferire tutti gli oneri di aggiustamento e di intervento sulle valute deboli, indipendentemente dalla natura e dalla entità degli squilibri. Nel suo rapporto, in particolare, Balladur sosteneva che "nessun paese dovrebbe essere esonerato a priori dall'obbligo di modificare la sua politica, quando questa si discosti dagli obiettivi concordati, a prescindere dal fatto che questa politica sia eccessivamente espansiva o restrittiva" (citato in Colchester e Buchan, 1990, p. 116). Amato era ancora più esplicito nel criticare il ruolo della Germania all'interno dello SME: "non solo la valuta di riferimento dell'intero sistema è fondamentalmente sottovalutata, ma la crescita della domanda tedesca è più bassa della media" (Amato, 1988). Come era già stato sperimentato durante gli ultimi anni di faticosa tenuta degli accordi di Bretton Woods, era soprattutto nelle fasi di debolezza del dollaro che il surplus strutturale tedesco provocava forti tensioni all'interno dello SME, "indebolendo il potenziale di crescita di altri paesi" (ibid.). Il testo di Amato terminava proponendo la costituzione di una banca centrale europea che comportasse "una perdita di autonomia concordata [...] piuttosto che una perdita di autonomia unilaterale a favore della Germania" (ibid.). Questi interventi furono seguiti da un memorandum del ministro degli esteri tedesco, Hans Dietrich Genscher, dal titolo *A European Currency Area and European Central Bank* che accolse molti rilievi dei memorandum francese e italiano, e che per questo attirò molte critiche in patria, dove l'opinione pubblica sembrava essere decisamente più favorevole a una riforma dello SME piuttosto che a una accelerazione nell'unione monetaria, e dove i vertici delle autorità monetarie insistettero con una voce sola sull'importanza di preservare la totale autonomia e indipendenza della Bundesbank.⁵ Le

⁴ Oltre agli interventi reciproci e illimitati sul mercato dei cambi, gli accordi contemplavano il rafforzamento delle procedure di sorveglianza e il possibile uso di una manovra congiunta sui tassi d'interesse. Si veda in proposito Gros e Thigesen (1998) e Molle (2006).

⁵ Si veda la discussione dei rapporti Balladur e Amato e la risposta di Genscher in Sevilla (1995).

cose sarebbero cambiate solo nel 1990, quando il crollo del muro di Berlino e la riunificazione tedesca comportarono una drammatica accelerazione nel processo di integrazione europea.

D'altra parte, lo SME non si limitava a perseguire obiettivi di stabilità valutaria, ma più in generale era divenuto uno strumento di convergenza monetaria e di integrazione economica e finanziaria. Da questo punto di vista, gli indicatori macroeconomici offrivano uno scenario indubbiamente variegato. Per quanto riguardava l'Italia, diversi segnali dimostravano una progressiva perdita di competitività rispetto agli altri paesi SME già a partire dalla seconda metà degli anni Ottanta, nonché un peggioramento della bilancia commerciale, soprattutto nei confronti della Germania (Ungerer et al., 1990). Ugualmente, il deficit del bilancio pubblico italiano offriva un vivido contrasto con gli altri paesi e così il rapporto debito/PIL. Il primo indicatore raggiungeva, nel 1991, il 10,2% del PIL, molto più alto del 6,7% del Portogallo e del 6,3% del Belgio, i due paesi che ci precedevano in termini di dimensioni del deficit. Solo la Grecia faceva peggio, con un deficit al 17% del PIL. Dal canto loro, Irlanda (-2,4%), Regno Unito (-2,3%), Francia (-1,9%), Danimarca (-1%), e Lussemburgo (+1,5%) rientravano già allora all'interno del parametro di un deficit contenuto entro il 3% del PIL, mentre la Germania lo superava di poco (-3,3%). Analogamente, il rapporto debito pubblico/PIL collocava l'Italia tra i paesi meno virtuosi dei dodici, attestandosi al 101,2%, dietro la Grecia al 96,4% e davanti solo a Irlanda (102,8%) e Belgio (129,4%) (IMF, 1992a, p. 53). Un rapporto del Fondo Monetario Internazionale della fine del 1990 concludeva che le condizioni per un sistema di cambi irrevocabilmente fissi tra tutti i paesi SME - caratteristica principale di un'unione monetaria e che lo SME forte difendeva da ormai quattro anni - non erano ancora state raggiunte, e che a fronte di un gruppo di paesi più avanzati nel processo di convergenza (Benelux, Francia e Germania), ve ne erano altri, fra cui Danimarca, Irlanda e Italia, che si trovavano più in affanno (Ungerer et al., 1990).

Tuttavia, nonostante luci e ombre, le principali analisi fornite da autorità internazionali e istituti specializzati nella primavera del 1992 concordavano su una nota di cauto ottimismo: gli analisti internazionali avevano apprezzato la rigorosa politica portata avanti dalla Banca d'Italia, soprattutto la lotta all'inflazione e l'eccezionale accumulazione di riserve valutarie in grado di fornire ampie garanzie contro gli shock esterni: il paese aveva rafforzato la propria credibilità internazionale. Le affermazioni più ottimistiche erano contenute nel rapporto annuale della Bank for International Settlements (BIS), inviato alle stampe nel maggio 1992. Il testo presentato da Alexandre Lamfalussy difendeva l'approccio monetarista della Germania ed escludeva che il percorso di Maastricht potesse nascondere insidie e problemi.⁶ Allo SME si riconosceva una ormai consolidata capacità di fornire un'ancora di stabilità e di disciplina per le economie più deboli. In questo ambito, l'Italia e la lira avevano saputo conquistare negli anni una significativa stabilità all'interno della banda stretta, permettendo alla Banca d'Italia di rafforzare le attività in valuta: "A un certo punto, nel mese di febbraio, le autorità italiane colsero l'opportunità di provare a ricostituire le riserve intervenendo per rallentare la velocità della crescita della lira, prima che cadesse di nuovo a marzo a causa di un diffuso nervosismo preelettorale e a preoccupazioni relative al bilancio, e si procedette a un intervento in direzione opposta" (BIS, 1992, p. 152).

La questione principale era dunque consolidare i risultati raggiunti, e qui l'Italia era chiamata ad affrontare i problemi della finanza pubblica e a rilanciare i propri fondamentali attraverso l'impiego di strumenti che affiancassero quelli abilmente manovrati dalla Banca d'Italia. Anche

⁶ I timori che la Germania imponesse un *bias* deflazionistico erano ritenuti dalla BIS fortemente esagerati: "gli effetti di alti tassi di interesse sull'attività economica sono stati sorprendentemente benigni sul lungo periodo. Si dovrebbe essere attenti a non associare troppo automaticamente alti tassi di interesse a una crescita debole" (BIS, 1992, p. 232). Secondo la BIS, le tensioni nel sistema che il trattato di Maastricht aveva inizialmente prodotto erano destinate a evaporare ("largely melt away"; *ivi*, p. 152).

perché, avvertiva il Fondo, il nuovo percorso europeo comportava inevitabilmente una minore incidenza della politica monetaria, rappresentata in dottrina dalla moderna rivisitazione del teorema del terzetto impossibile: "Poiché una maggiore credibilità riduce ulteriormente l'autonomia monetaria" sosteneva uno studio dell'International Monetary Fund (IMF) che d'altra parte riconosceva la maggiore credibilità italiana rispetto alla metà degli anni Ottanta "le politiche fiscali e le politiche dei redditi dovranno giocare un ruolo più importante nel promuovere la disinflazione" (Molho, 1991, p. iii).

2. Il riemergere dei nazionalismi, gennaio-agosto 1992

Da che mondo è mondo le competizioni sportive assorbono gli umori della politica, spesso restituendone un'immagine grottesca o distorta, certamente significativa, quasi mai fedele. Nei primi mesi del 1992, la nazionale italiana di calcio Under 21 vinse gli europei contro la Svezia. La piccola Danimarca, inizialmente esclusa dal campionato europeo maggiore, venne ripescata a causa dell'esclusione della Jugoslavia, che sprofondava nella guerra civile e, il 26 giugno 1992, arrivò sorprendentemente a vincere il torneo con un secco 2-0 sulla Germania. Se eccellevano al vertice dell'Europa calcistica, Italia e Danimarca erano al contempo gli incubatori di una crisi economica, politica e istituzionale che, negli stessi giorni del successo sportivo, colpì al cuore l'intero continente. Il 2 giugno 1992 la popolazione danese si espresse in un referendum contro il progetto di unificazione europea. Pochi mesi più tardi, l'Italia crollava sotto i colpi della speculazione monetaria che si era sviluppata sull'onda dello shock danese.

Che l'Italia affrontasse importanti difficoltà strutturali non era certo una sorpresa. Dopo la battaglia vinta per evitare che, nel corso del vertice di Maastricht del dicembre 1991, si consacrassero ex ante il principio di una unione monetaria a due velocità, il paese non aveva preso le necessarie misure per garantire che il processo di convergenza legislativa e istituzionale proseguisse sul piano economico e monetario. La situazione di impasse politica raggiunse pericolosi livelli di guardia nella primavera del 1992, nel momento in cui l'Italia dovette procedere a rinnovare le Camere, insediare un nuovo governo ed eleggere un nuovo Presidente della Repubblica.

La Danimarca, al contrario, era l'esempio maggiormente virtuoso tra i dodici. Non solo il paese scandinavo rientrava fin da subito all'interno dei parametri stabiliti per la convergenza (solo Lussemburgo e Francia erano al momento nelle medesime condizioni), ma, con 123 direttive europee già recepite nel suo ordinamento, guidava tutti gli altri paesi nel processo di convergenza legislativa che poneva le basi per la liberalizzazione dei mercati.⁷ La Danimarca era anche il paese con il minor numero di contenziosi aperti con la CEE (appena 53; il record negativo apparteneva, invece, all'Italia, con 118 contenziosi aperti, seguita dalla Grecia con 89) (Bucci, 1992; Papitto, 1992a e 1992b).

Il quadro politico di molti grandi e popolosi paesi europei, al contempo, si stava velocemente complicando. In Francia, il partito socialista di Mitterrand aveva perso le elezioni a favore del partito neogollista di Alain Juppé, decisamente tiepido nei confronti di una unione monetaria. L'apertura delle frontiere, inoltre, toccava un punto da sempre dolente della politica interna francese, ovvero il governo dei flussi migratori. Non a caso, il Front National di Jean-Marie Le Pen, dichiaratamente xenofobo e nazionalista, ottenne alle politiche quasi il 14% dei consensi. In Austria, il partito di estrema destra guidato da Jörg Haider superava il 16%, diventando la terza forza politica nel paese, mentre in Germania forze di simili orientamenti, benché non avessero

⁷ Il dato si riferisce a fine gennaio 1992.

superato il 10%, cominciavano a crescere visibilmente. Il progetto di abbandonare il marco e di lasciare la politica monetaria a un'autorità sovranazionale suscitava molti timori, soprattutto di fronte al perdurante uso della spesa pubblica a fini di consenso politico da parte dei governi di altri importanti paesi, in primis l'Italia. Importanti esponenti del partito di governo tedesco denunciavano l'idea di un'Europa guidata da Bruxelles, mentre il ministro degli Esteri Hans-Dietrich Genscher, che solo pochi mesi prima rappresentava l'ala più dialogica ed europeista del governo tedesco, ipotizzava di abbandonare il progetto di una moneta unica a favore di un ibrido basato di fatto su un sistema a cambi fissi (euro-franco, euro-lira, euro-marco, e così via). A livello di opinione pubblica tedesca, l'unione monetaria perdeva velocemente sostegno: un sondaggio del dicembre 1991 riportava che metà dell'elettorato era contrario all'abbandono del marco; tre mesi dopo, la percentuale era salita a più del 70% (Ricci, 1992a).

Queste crescenti inquietudini rafforzavano la percezione di un progressivo scollamento tra "tecno-strutture" amministrative e azione politica nei diversi paesi. Per quanto riguardava la nuova stagione della politica europea, come scrisse Ralf Dahrendorf (1992), Maastricht si era rivelato "un vertice di governi stanchi". Nel giro di pochi mesi, fra i capi di governo che vi avevano partecipato, sette non erano più in carica, mentre due – il presidente francese e il cancelliere tedesco – erano ormai sulla via del declino. "È forse l'Europa di ieri", si chiedeva Dahrendorf (ibid.), "che ha trovato la sua espressione a Maastricht?" Le ragioni per una diagnosi di questo tipo non mancavano: la massima manifestazione della politica economica di respiro continentale, in Europa, era ancora la retrograda alleanza protezionistica a beneficio della produzione agricola continentale, mentre in termini di politica industriale e di sostegno ai nuovi settori del terziario avanzato ogni paese andava per conto proprio. La politica europea, in altre parole, si preoccupava più di proteggere il declino e le battagliere coalizioni di interessi acquisiti che di promuovere la crescita attraverso interventi a favore dell'innovazione, degli investimenti strutturali, del rilancio della produttività. Ma ancor di più, sembrava ormai avvizzita la visione ideale che aveva sostenuto il sogno europeo. Dahrendorf lamentava il "riemergere di nazionalismi miopi in molti paesi". Le sue parole rimangono estremamente attuali, e vale la pena riportarle per intero:

Si è abusato persino della nozione di un'"Europa delle regioni" per giustificare il nuovo amore per l'omogeneità. Sbaglia infatti chi crede che si possa contemporaneamente promuovere l'Europa e l'indipendenza scozzese o fiamminga o basca o lombarda. L'Europa non può essere che uno spazio comune per cittadini di diverse appartenenze etniche, religiose e culturali. Voltare le spalle all'idea di questo spazio comune significa inevitabilmente l'intolleranza all'interno e l'ostilità all'esterno, la soppressione delle minoranze e il riemergere delle inimicizie tra i diversi paesi. Abbiamo bisogno dell'Europa – ma di un'Europa della quale poter essere fieri. Questa clausola è importante. Troppo spesso, in questi ultimi tempi, mi capita di vergognarmi di essere un cittadino della Comunità europea, di una comunità che riduce le esportazioni di funghi dalla Polonia perché si preoccupa più della propria lobby dei funghi che della democrazia; di un'Europa che sacrifica l'Uruguay Round sull'altare degli interessi degli agricoltori part-time bavaresi. Maastricht va benissimo, ma non basta ad alleviare questo senso di vergogna. Dobbiamo ratificare ad ogni costo i trattati di Maastricht, ma dobbiamo anche procedere verso quell'Europa che molti di noi vogliono realmente: un'Europa veramente democratica, un'Europa che si concentri sulle tematiche politiche di interesse comune, un'Europa che risponda alle sfide storiche anziché tentare di imporre il proprio calendario alla realtà (ibid.).

Mancando una forte visione ideale fondata su valori comuni e condivisi, Dahrendorf prefigurava un declino inarrestabile: "l'Europa diverrà prima una questione infelice e fonte di divisioni, poi darà origine a nuovi conflitti sempre più intricati e infine perderà ogni rilevanza per essere soppiantata da altre forze assai meno auspicabili. Se non vogliamo che l'Europa ricada nelle

guerre civili, ci conviene por mano alle esigenze essenziali di cooperazione e non confonderle più con Maastricht – e con Bruxelles” (ibid.).

Per quanto riguardava i problemi che si sviluppavano a livello nazionale a causa del progressivo scollamento tra apparati tecnico-amministrativi e classe politica, era nuovamente l'Italia a rappresentare, secondo molti osservatori, un caso emblematico. Già dal marzo 1992, infatti, era chiara la necessità di una manovra correttiva degli squilibri nella finanza pubblica per consolidare le aspettative di convergenza e sostenibilità finanziaria.⁸ Eppure a livello politico l'inerzia era totale.⁹ I commentatori politico-economici sottolineavano questo scollamento: l'intesa tra chi aveva la responsabilità “tecnica” della politica economica italiana – Mario Draghi alla Direzione generale del Tesoro e Tommaso Padoa-Schioppa alla Banca d'Italia – e i loro omologhi in sede CEE era piena; “I problemi nascono quando si passa a livello politico. È come se la consapevolezza dei tecnici si perdesse nella vischiosità del sistema politico e nell'incapacità generale di fare un discorso chiaro all'elettorato” (Papitto, 1992c). Le continue revisioni al rialzo delle previsioni sui disavanzi pubblici, su cui torneremo più avanti, erano una eclatante manifestazione di questo scollamento.

Il fallimento del referendum danese non arrivò dunque come un fulmine a ciel sereno. Meno di dieci settimane prima dell'appuntamento referendario, solo il 35% degli elettori si dichiarava a favore dell'Unione Europea. Il restante 65% era contrario (37%) o incerto (28%). I partiti dell'arco parlamentare, invece, erano a favore per l'82%, insieme alle organizzazioni imprenditoriali, ai sindacati, ai maggiori organi di stampa. Il referendum danese, in altre parole, mostrava uno distacco profondo tra popolo e rappresentanze (Ricci, 1992a e 1992b). Nonostante un recupero del fronte del “Sì”, con un'affluenza altissima, all'83,10%, poco più della metà degli elettori danesi voltò le spalle al processo di integrazione.

3. L'anello debole

Il risultato del referendum danese ebbe immediate ripercussioni sui mercati, anche se molti, almeno inizialmente, scommisero sulla dimensione circoscritta della battuta d'arresto. Il risultato del referendum fu derubricato a questione di natura esclusivamente nazionale, per di più non sorprendente, essendo la Danimarca un paese storicamente euroscettico. I commenti sull'Italia sottolineavano come il paese conservasse un capitale di credibilità ancora molto consistente, ed era opinione diffusa che il progetto di unione sarebbe proseguito senza significative modifiche al trattato di Maastricht, se non con il piccolo adeguamento per cui la formula dell'Europa monetaria a dodici diventava a undici.

I sentimenti degli investitori, tuttavia, rispondevano a logiche diverse e, di fronte ai venti dell'euroscetticismo, il marco venne immediatamente individuato come moneta rifugio. Come abbiamo notato, la fermezza della politica del cambio da parte della Banca d'Italia aveva attirato per diversi anni ingenti capitali dall'estero. La scommessa degli investitori era sul vincolo esterno che Maastricht e il processo di convergenza avrebbero rappresentato per l'Italia, perfezionando verso il basso il processo di convergenza nei tassi d'interesse e costringendo il governo a risanare le finanze pubbliche. Si riteneva, insomma, che gli alti rendimenti del debito pubblico fossero sovrastimati rispetto al rischio reale di inadempienza o di svalutazione. Tuttavia, la mancanza di

⁸ Secondo molti osservatori internazionali la manovra doveva collocarsi intorno ai 30mila miliardi di lire, ovvero tra il 3,5% e il 4% del PIL.

⁹ Il PIL italiano a prezzi correnti era poco meno di 810 mila miliardi di lire (dati Banca d'Italia, vedi <https://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/stat-storiche/stat-storiche-economia/index.html>).

aggiustamenti strutturali sui conti pubblici, oltre a una serie di drammatici episodi – soprattutto l'omicidio dei giudici Giovanni Falcone e Paolo Borsellino, l'esplosione di Mani Pulite e la perdurante incapacità di dar vita a un nuovo governo – resero la fiducia degli investitori nei confronti dell'Italia sempre più fragile. La crisi esplosa con il referendum danese mise in discussione la prospettiva per cui un vincolo esterno avrebbe guidato l'Italia su un percorso di convergenza.

Iniziava così una corsa al marco e alle valute che gravitavano nella sua orbita, quali il fiorino olandese e il franco belga, e una speculare fuga dalle valute più deboli come la lira. A partire dai primi giorni di giugno la Banca d'Italia dovette intervenire massicciamente per difendere il cambio. Non mancarono richiami del Governatore ai rischi di crisi finanziaria e di credibilità che tornavano ad affacciarsi di fronte alla perdurante crisi politica e alle continue revisioni al rialzo delle previsioni sui disavanzi pubblici. Salvatore Rossi ricordava, pochi anni più tardi, l'effetto perverso delle ricorrenti politiche di annuncio a favore della riduzione del rapporto debito/PIL da parte dei governi italiani per tutti gli anni '80. Annunci disattesi che provocavano effetti contrari, alimentando aspettative pessimistiche e minando la credibilità dei governi, che a dicembre eludevano sistematicamente i programmi di marzo. I vari Documenti di Programmazione Economico-Finanziaria (DPEF), caratterizzati da "scenari macroeconomici poco verosimili, da notevoli incoerenze interne, da misure di correzione irrealistiche [...] ven[iva]no puntualmente smentiti dai fatti" (Rossi, 1998, p. 81). Se lo sforzo italiano per entrare in Maastricht aveva generato un cauto ottimismo nei confronti del paese, quel capitale venne velocemente dilapidato durante i mesi della crisi politico-istituzionale della prima metà del 1992.

La dimensione propriamente interna della crisi esula dal fuoco del presente scritto. Va però ricordato che, alla data del referendum danese, l'Italia era priva di un governo dotato di un pieno mandato parlamentare da due mesi. Le elezioni politiche del 5 e 6 aprile 1992 avevano mostrato inequivocabilmente la profonda frattura del quadro politico tradizionale. La Democrazia Cristiana era caduta al suo minimo storico (29,7% alla Camera e 27,3% al Senato); il Partito Comunista non esisteva più e i suoi eredi, il Partito Democratico della Sinistra e Rifondazione Comunista, avevano nel complesso perso quasi cinque punti percentuali, attestandosi tra il 21 e il 23% (somma dei due partiti). Soprattutto, nelle regioni settentrionali era esploso il fenomeno della Lega Nord, che passava da due a ottanta parlamentari e diventava primo partito in Lombardia (alla Camera; al Senato era secondo dietro la DC).¹⁰ La natura geograficamente circoscritta del fenomeno della Lega Nord, però, significò di fatto un vuoto di forze capaci di coagulare intorno a sé nuove prospettive di governo.

Il terremoto politico fu tale da causare le dimissioni del Presidente della Repubblica Francesco Cossiga con due mesi di anticipo sulla scadenza naturale del suo mandato. Come scrisse un commentatore politico, cominciava una fase nuova: "quella parola tanto temuta – ingovernabilità – rischia di diventare realtà" (Folli, 1992). E realtà diventò: per un mese le Camere non furono in grado di eleggere un nuovo Presidente della Repubblica; la situazione si sbloccò solo all'indomani della strage di Capaci del 23 maggio 1992, in cui il Giudice Falcone, sua moglie e la scorta furono uccisi in un drammatico attentato mafioso. Nel frattempo, i partiti franavano sotto le inchieste della magistratura che svelava il meccanismo di finanziamenti illeciti e corruzione che sarebbe stato presto battezzato con il nome di "Tangentopoli". Quando il nuovo governo Amato si presentò alle camere per la fiducia, il dibattito fu monopolizzato dalla questione della responsabilità collettiva dei partiti di fronte alla violazione della legge sul finanziamento della politica.

¹⁰ Governo italiano, Ministero dell'Interno, Dipartimento per gli Affari Interni e Territoriali, Archivio storico delle elezioni (elezionistorico.interno.gov.it).

Nonostante gli squilibri finanziari e la crisi europea che montava – scrisse il ministro del Tesoro del Governo Amato, Piero Barucci – “la discussione parlamentare sulla fiducia al governo non si occupò [...] di problemi economici e finanziari” (Barucci, 1995, p. 28).

La crisi politica e istituzionale, insomma, sembrava oscurare tutto il resto. In quei mesi di demoralizzazione politica erano rimasti in pochi a preoccuparsi per le condizioni del debito pubblico italiano. Il ministro del tesoro uscente, Guido Carli, a febbraio aveva definito la legge finanziaria per il 1992 “un colabrodo”, denunciando l’irresponsabilità dei partiti della coalizione di governo, esclusivamente interessati a massimizzare il rendimento elettorale della spesa. A giugno, nel corso dell’assemblea dell’Associazione Bancaria Italiana (ABI), Carli ribadiva che, nella situazione di vuoto di potere che si era venuta a creare, il fabbisogno “stava dilagando”.¹¹ L’esposizione più autorevole di queste preoccupazioni si ritrova nelle considerazioni finali del governatore Carlo Azeglio Ciampi del 31 maggio 1992, che precedette di una manciata di ore il referendum danese e l’avvio della speculazione contro la lira: “La nostra economia”, affermava Ciampi, “vive una fase difficile, nella prossimità delle scadenze europee, sotto l’urgere dei problemi che deve comunque affrontare. Alle questioni che in questa sede da anni sottoponiamo a disamina va data certezza di soluzione in tempi brevi, agendo sin da ora, nelle prossime settimane. Dell’importanza del momento la Banca d’Italia ha piena coscienza ed è impegnata a tenere comportamenti conseguenti: nel governo della moneta, del cambio, nella supervisione delle strutture finanziarie, nella sua amministrazione interna” (Ciampi, 1992, p. 3). E continuava: “non è più rinviabile lo scatto di volontà teso a superare gli squilibri della nostra economia. Questi squilibri rischiano di degenerare; possono precluderci la via tracciata a Maastricht; minano la struttura produttiva nel suo stesso potenziale di lungo termine” (ivi, p. 19).

Se la crisi politico-istituzionale italiana aveva lasciato Ciampi, Amato, Barucci e pochi altri a preoccuparsi dei fondamenti economico-finanziari del paese, la crisi che li covava non sfuggiva di certo agli operatori internazionali. Gli squilibri macroeconomici, e particolarmente l’andamento negativo della finanza pubblica, insomma, stavano diventando fonte di preoccupazione per la tenuta dell’Italia sui mercati. Come è stato richiamato da alcuni autorevoli studiosi dei sistemi monetari, storicamente le crisi valutarie sono precedute da un peggioramento asimmetrico negli squilibri macroeconomici, che rappresentano per i mercati dei veri e propri segnali d’allarme (Eichengreen, Rose e Wyplosz, 1994). Con la crisi economica del 1991 aumentarono i segnali che facevano ritenere che i cambiamenti nei fondamentali non fossero dovuti a un rallentamento ciclico ma a differenze persistenti e strutturali nei tassi di crescita del PIL e nei livelli di occupazione. Inoltre, per contrapporsi alla crisi valutaria, i paesi deboli adottarono una politica monetaria restrittiva per difendere il cambio, con conseguente peggioramento degli andamenti dell’economia reale nelle aree maggiormente sotto pressione, che già soffrivano per lo spread positivo e il differenziale inflazionistico. L’economia italiana era dunque afflitta da una perdita di competitività a causa della sopravvalutazione del cambio rispetto al marco. Il conseguente deterioramento nei tassi di crescita poneva le premesse per gli attacchi speculativi che sarebbero iniziati di lì a poco.

Tuttavia, va sottolineato che in ambito SME solo l’Italia mostrava – a partire dal 1988 – evidenti segnali di riduzione della competitività internazionale. Per quanto riguardava gli altri paesi, le evidenze di una sostanziale divergenza nell’andamento dei prezzi e dei costi erano molto più limitate (Eichengreen e Wyplosz, 1993). In particolare, nell’estate del 1992, gli shock e gli squilibri indotti dalla riunificazione tedesca sembravano essere molto inferiori rispetto alle aspettative e, in ogni caso, in grado di essere rapidamente riassorbiti.

¹¹ Entrambe le citazioni sono in Barucci (1995, p. 24).

4. La disgregazione europea

Come riporta Barucci, la scelta di difendere la lira a oltranza fu presa da Giuliano Amato, all'indomani dell'insediamento del nuovo governo, sostenuto almeno inizialmente dal governatore Ciampi. In una riunione a tre tenutasi il 4 luglio tra Amato, Barucci e Ciampi, quest'ultimo osservò che, in linea di principio, un nuovo governo gode di un credito politico che un governo in carica da più tempo non ha, e che dunque il momento più propizio per una svalutazione sarebbe stato proprio allora. Il nuovo governo, infatti, avrebbe potuto agevolmente denunciare la gravità del momento, scaricandone la responsabilità sul governo precedente. Tuttavia, Ciampi si dichiarò contrario a una scelta del genere, temendo che venisse interpretata a livello internazionale come un segnale di rilassamento rispetto al rigore finanziario su cui il nuovo governo era chiamato a fornire prove certe. Come ricorda Barucci, fu quello il momento in cui si prese la decisione di difendere la lira, segnando di fatto la rotta della politica monetaria italiana nei mesi successivi (Barucci, 1995, p. 29).

È probabile che la Banca d'Italia avesse ben chiaro il quadro della situazione a livello europeo, e prevedesse che, anche qualora gli altri paesi avessero accettato un riallineamento della lira, essi non avrebbero mai acconsentito a una svalutazione delle dimensioni auspiccate dal nuovo ministro del Tesoro (poco meno del 20%). Al primo vertice europeo cui parteciparono i rappresentanti del nuovo governo (Monaco, 5-8 luglio 1992), non solo non si parlò di svalutazione, ma la Bundesbank rifiutò categoricamente una riduzione dei tassi, nonostante "l'anomalia di un mondo europeo industrializzato che stava per entrare in recessione e aumentava i tassi di interesse nominali e reali" (Barucci, 1995, pp. 29-31 e 328-329; la citazione è a p. 31). Le preoccupazioni antinflazionistiche della Germania dominarono la conversazione, e Barucci non nascose la delusione: "Si rinviava ogni decisione mentre la casa bruciava" (ibid.).

Il nuovo senso di emergenza relativo alle debolezze del sistema italiano fu sottolineato a metà agosto dal doppio declassamento del rating italiano deciso dall'agenzia Moody's (da AA1 a AA3), che risultò inatteso quanto meno per la sua entità.¹² Al contempo, alle debolezze della lira si aggiunse il braccio di ferro tra dollaro e marco, con il primo in caduta libera a seguito delle difficoltà dell'economia statunitense, e il secondo in continua ascesa, spinto dalle politiche monetarie restrittive tedesche, dirette a contrastare una ripresa dell'inflazione a seguito dell'unificazione tra le due Germanie.

Molti economisti sostenevano da tempo che la forza dello SME (in termini di stabilità e di assorbimento degli squilibri) fosse legata a doppio filo alla forza del dollaro nei confronti del marco tedesco, cioè a un dollaro capace di stimolare la domanda americana di beni esteri e dunque di mantenere aperto un importante mercato di sbocco, un "ombrello" capace di proteggere i paesi deboli e garantire la tenuta dell'accordo (De Cecco, 1988). Al contrario, le tensioni e l'instabilità aumentavano nelle fasi di rafforzamento del marco, producendo una generalizzata tendenza verso le soglie di divergenza all'interno dello SME. Nei tre anni precedenti la crisi, si verificò proprio un progressivo indebolimento del dollaro, causato da un forte aumento nel differenziale dei tassi a breve europei nei confronti degli Stati Uniti. Dopo i buoni risultati realizzati nella lotta all'inflazione con la cura Volker, infatti, la FED avviò un programma di riduzione dei tassi, che si realizzò in otto successive modifiche. Il livello minimo fu raggiunto nell'agosto 1992, quando il rendimento dei "federal funds" fu portato al 3,4%, il più basso degli ultimi 30 anni. Al contrario, dopo una serie di decisioni al rialzo avviate in occasione della riunificazione, nello stesso mese di

¹² Già nel luglio del 1991 Moody's aveva declassato il debito italiano da AAA a AA1. Oggi Moody's valuta il debito italiano Baa3.

agosto i tassi a breve tedeschi erano giunti a sfiorare la doppia cifra (9,9%), cioè il livello più alto degli ultimi 60 anni.

Il conseguente incremento del cambio marco-dollaro costituì una fonte immediata di tensioni all'interno dello SME, spingendo inesorabilmente lira e sterlina verso il margine inferiore della banda di oscillazione.¹³ Nelle settimane precedenti la crisi, l'*Economist* fece spesso riferimento alla debolezza del dollaro per denunciare il peggioramento delle condizioni della lira e dell'economia italiana, che vedeva ulteriormente ridotta la propria competitività in una fase di instabilità politica e di peggioramento nei conti pubblici (Eichengreen e Wyplosz, 1993).

La preoccupata previsione dell'*Economist* era confermata dalle analisi elaborate dal Fondo Monetario Internazionale, che prevedeva per l'Italia la crescita più bassa tra i paesi industrializzati (IMF, 1992a, p. 57). Il Fondo Monetario, inoltre, ribadiva il pericolo rappresentato dai "deficit di bilancio insostenibili" dell'Italia e sottolineava che "sforzi molto maggiori saranno necessari nei prossimi anni per riportare in linea le misure di consolidamento fiscale, in particolare negli Stati Uniti e in Italia" (ivi, pp. 3 e 6). Il fallimento dei governi italiani, da questo punto di vista, era, per i funzionari del Fondo, particolarmente eclatante e la tesi della stabilizzazione incompleta veniva apertamente richiamata: l'Italia e gli Stati Uniti "hanno perso l'occasione di sfruttare il lungo periodo di crescita sostenuta degli anni '80 per consolidare le loro posizioni di bilancio" (ivi, p. 16). Per di più, come si è già notato, il sistematico mancato rispetto delle previsioni ufficiali elaborate dai governi che si erano succeduti alla guida del paese finiva per erodere la credibilità a fatica conquistata – grazie alla Banca d'Italia – negli anni precedenti: "le discrepanze tra gli obiettivi fiscali annunciati dalle autorità e le stime sulle probabili dinamiche di bilancio prodotte dallo staff sono particolarmente pronunciate per Italia e Stati Uniti, attestandosi a circa il 4½ per cento del PIL nel medio termine. Queste differenze mostrano l'incapacità di questi paesi di raggiungere l'obiettivo di ridurre la spesa pubblica, e sottolineano la necessità di una più rigida disciplina monetaria in futuro" (ibid.). In assenza di un cambio di passo, il Fondo Monetario prevedeva un aumento del deficit a quasi il 12% del PIL e un ulteriore aggravamento del rapporto debito/PIL (IMF, 1992b, p. 27).

Per il momento, l'apparente marginalità della lira rispetto al ciclone monetario transatlantico permetteva alla Banca d'Italia di sostenere l'inutilità di qualsiasi operazione di riallineamento intra-europeo. Nonostante la lira avesse sfiorato il margine superiore di oscillazione con preoccupante ripetitività, un riallineamento, almeno ufficialmente, non era in agenda.

Parole ben diverse, però, provenivano da esponenti della Bundesbank, che a più riprese avevano parlato di riallineamento durante i mesi di giugno e luglio e ancora a fine agosto. La lettura delle pagine economiche dei giornali restituisce una retorica di guerra o di stampo pugilistico. La lira si trovava sotto assedio, in trincea, condannata presto a vivere il suo giorno più lungo, mentre la Banca d'Italia combatteva all'ultimo sangue, prolungando oltremodo i tempi della resa, lasciando sul campo abbondanti riserve nella vana attesa che il nuovo governo intervenisse sorprendendo investitori e osservatori con una forte manovra di aggiustamento dei conti pubblici. A parere di molti, il paese andava incontro a lacrime e sangue, e la sua moneta era ormai all'angolo di fronte alle economie europee più solide e, infine, in ginocchio di fronte al marco (un marco "Uber Alles") (Barbieri, 1992a e 1992b; Polidori, 1992a).

Questa retorica di guerra non era solo un facile espediente giornalistico ma esprimeva il riaffiorare di fantasmi mai scomparsi della storia continentale. La riunificazione tedesca all'indomani del crollo del Muro sanciva, certo, la fine incruenta della guerra fredda, ma suscitava anche un rinnovato senso di minaccia da parte di una Germania apparentemente più interessata

¹³ Già nel 1989 Giavazzi e Giovannini avevano messo in guardia contro una pericolosa "dollar-D. mark polarization".

a ricostruire una società e un'economia unitarie e forti dentro i propri confini che a collaborare con i paesi continentali per una crescita condivisa e un percorso di convergenza.

Il referendum danese, come si è detto, aveva dato fiato alle voci euroscettiche. A questo si aggiunsero nuovi fatti: il rifiuto francese di procedere a un riallineamento; l'orientamento restrittivo della politica monetaria tedesca; la sottoscrizione di un ingente prestito estero da parte della Gran Bretagna furono tutti espressione di iniziative individuali a difesa della propria sovranità. Inoltre, il potenziale fallimento del referendum francese del 20 settembre, gravato dalla pietra al collo della crescente impopolarità del presidente Mitterrand, rischiava di assestare un colpo durissimo al progetto europeo. La sovranità monetaria era storicamente un punto d'onore per i francesi ed era reale il rischio che l'insofferenza verso la politica di alti tassi d'interesse imposta dalla Germania si tramutasse nel rifiuto del progetto europeo.¹⁴

Con la fine del mese di agosto grandi aspettative furono poste nel summit europeo che si tenne a Bath il 5-6 settembre fra i ministri dell'economia e i banchieri centrali dei Dodici. La riunione si risolse in un nulla di fatto, anzi, secondo le parole di Barucci, in una "drammatica sagra dell'impotenza, il cui unico risultato positivo fu di non rendere nota la trama dei mille inutili incontri che avvennero in quei due giorni" (Barucci, 1995). Il fallimento dell'Ecofin peggiorò ulteriormente il clima. Le autorità tedesche ribadirono la propria indisponibilità a modificare in senso espansivo gli orientamenti della politica monetaria. Per tutta risposta, la proposta tedesca di ridurre progressivamente i tassi a fronte di un unico riallineamento generale venne clamorosamente respinta. Soprattutto, l'incontro di Bath fece registrare, in molte dichiarazioni ufficiali, la sensazione che gli accordi di assistenza reciproca e di interventi illimitati fossero in realtà tutt'altro che sicuri. Tutto questo fece peggiorare le aspettative e alimentò la speculazione. Non a caso, dopo Bath si moltiplicarono gli episodi di "*coordination failures*" anche a livello comunicativo che riguardavano prevalentemente i rapporti bilaterali Italia-Germania, facendo evaporare la residua credibilità dello SME.¹⁵ Alla fine, la Bundesbank decise una riduzione dei tassi di riferimento molto contenuta, mentre i dati della Bank of England segnalavano una forte riduzione delle riserve ufficiali.

Un articolo di Alessandra Mongiardino ricostruisce accuratamente la crescente consapevolezza della stampa finanziaria del tempo nei confronti dell'indisponibilità della banca centrale tedesca a intervenire, rafforzando le aspettative contrarie alla stabilità degli accordi: "ciò era principalmente dovuto alla decisione della Bundesbank di limitare l'offerta di moneta, e dunque non sorprende che il mercato dubitasse della sincerità dell'impegno, da parte della Bundesbank, di intervenire in ogni caso, a prescindere dall'entità della manovra" (Mongiardino, 1996, p. 1). Nei resoconti della stampa si osservava che, storicamente, andando a guardare le dichiarazioni rilasciate dai funzionari di alto grado di diversi paesi nel 1978-1979, l'accordo sottoscritto prevedeva che una banca centrale avesse "la responsabilità di intervenire"; questa responsabilità, però, non precludeva "l'opzione di non intervenire" (ivi, p. 3). Nel settembre 1992, "la Bundesbank, in realtà, non era preparata a garantire interventi illimitati a difesa di queste valute. Ciò si rifletteva nell'aumento dei differenziali dei tassi di interesse, che per la lira italiana

¹⁴ Si veda la lucida analisi di Bernardo Valli da Parigi (Valli, 1992).

¹⁵ Il 15 settembre 1992, il giorno successivo alla prima svalutazione della lira, in giorni in cui anche la sterlina inglese era sotto enormi pressioni che avrebbero richiesto un forte coordinamento sui mercati da parte delle banche centrali per sostenerne il valore, il presidente della Bundesbank, Helmut Schlesinger, dichiarava al *Wall Street Journal* e al giornale economico tedesco *Handesblatt* che in realtà un riallineamento era necessario. Fu l'ultima conferma che i mercati aspettavano. La sterlina uscì dallo SME il 16 settembre e la lira il giorno dopo. La gaffe di Schlesinger fece il giro del mondo e la stampa parlò dell'opportunità di dimissioni; si veda per esempio Whitney (1992).

iniziarono a crescere rapidamente dopo il voto danese a giugno e quello britannico ad agosto su Maastricht". (ibid.)

Il fastidio verso quella che fu definita una "egemonia indifferente" da parte della Germania, e in particolare verso la politica dei tassi tedesca, rivelava d'altra parte una certa mancanza di memoria da parte degli altri paesi. All'indomani della riunificazione, la Germania aveva chiesto una rivalutazione del marco rispetto alle altre valute dell'area SME, così da poter usare anche il tasso di cambio, e non solo il tasso di interesse, come strumento antinflazionistico e di controllo degli aggregati monetari. I francesi, però, si opposero. Le monete olandese, belga e danese, inoltre, erano da tempo completamente ancorate al marco. Una rivalutazione di quest'ultimo, dunque, avrebbe comportato una parallela rivalutazione di queste altre valute, mentre i francesi, dal canto loro, non intendevano svalutare.

Il concerto europeo, in ultima analisi, si sbriciolava in una serie di posizioni incompatibili, e le uniche due valute seriamente in crisi, lira e sterlina, erano di fatto sole. Come riassunse lucidamente Luigi Spaventa, il percorso individuato a Maastricht – rigido nei tempi e nella determinazione degli indicatori – presentava molti problemi irrisolti nel processo di costruzione europea; lo SME, inevitabilmente, era il primo candidato a sopportarne il peso: "le autorità monetarie tedesche hanno subito loro malgrado l'accelerazione verso l'unione monetaria dello scorso anno: rendendo, con le loro decisioni, più stretto e più arduo il cammino verso quella meta, riescono ad allontanarla e a dimostrare che i fatti possono far giustizia delle parole del trattato. Gli altri paesi potrebbero reagire [...] ma non lo fanno. Gli ultimi della classe hanno perso diritto di parola e sperano solo di non finire in castigo; gli altri aspirano tutti a diventare primi della classe, anche se dovrebbero accorgersi che, così facendo, mai riusciranno a diventare capoclasse" (Spaventa, 1992).

A queste dinamiche, si aggiungevano le rigidità del processo di convergenza stabilite con Maastricht. La fissazione precisa dei parametri oltre che di una data certa entro cui poter fare l'ultimo riallineamento avevano tranquillizzato i mercati solo temporaneamente, salvo poi scatenarli contro i paesi più deboli quando ci si rese conto che ben difficilmente avrebbero potuto rispettare la traiettoria di convergenza. Lo SME forte (con il rafforzamento della volontà politica di approdare a un'unione monetaria), in altre parole, acquisì caratteristiche sempre più simili al sistema di Bretton Woods: non più un sistema aggiustabile con meccanismi di flessibilità e di distribuzione degli oneri ma, di fatto, un sistema rigido e asimmetrico. In presenza di una crescente libertà nei movimenti internazionali dei capitali, con la generale abolizione di ogni restrizione valutaria prevista dal piano Delors, il livello di asimmetria a carico dei paesi deboli, divenne rapidamente più stringente. Ciò aumentava, come era accaduto negli anni '60, la convenienza delle "one way bets", in cui gli speculatori sanno che l'unica alternativa possibile è fra il "guadagno" e la "non perdita", alimentando quindi i movimenti aggregati. Dal 1990 si manifestarono segnali frequenti e inequivocabili che le valute deboli erano sopravvalutate (Kenen, 1995).

Il crollo nella credibilità dello SME alimentò a sua volta un tipico caso di profezia che si auto-avvera: la crescente incertezza nei confronti del comportamento e degli orientamenti delle principali autorità di politica economica e monetaria si trasformò bruscamente nella certezza che la Bundesbank – sempre più vittima di conflitti interni e istituzionali – fosse di fatto indisponibile a intervenire in sostegno delle valute deboli con prestiti illimitati in marchi, come previsto dall'accordo del 1979 poi rafforzato dall'accordo di Basilea-Nyborg del 1987. Come si è ricordato più sopra, quest'ultimo aveva aumentato le facilitazioni creditizie a disposizione delle valute deboli e prevedeva, per la prima volta, la possibilità di interventi illimitati infra-marginali (e non solo marginali) proprio in previsione di tensioni dovute a shock esterni (debolezza del dollaro)

oppure a pressioni speculative. Nel momento del bisogno, le disposizioni di questo accordo non vennero rispettate. Quando i mercati cominciarono a intravedere questa possibilità, le aspettative peggiorarono ulteriormente e le pressioni aumentarono.

5. La caduta della Lira

L'argine della Banca d'Italia, inizialmente, sembrava tenere. Il 30 agosto, poco più di due settimane prima dell'uscita dallo SME, il ministro del Bilancio Franco Reviglio confidava a Massimo Giannini su *Repubblica* che "la lira [...] è salva" (Giannini, 1992). Il martedì successivo la quiete era già finita: le turbolenze riprendevano su tutti i mercati. Il dollaro, sceso ai minimi storici degli ultimi undici anni, era descritto in coma irreversibile ("encefalogramma piatto") e la lira tornava a toccare il massimo di oscillazione consentito sul marco. Il 4 settembre, ricordato come il "venerdì nero" (e replicato venerdì 11 settembre) la lira sfondò il margine più volte. Sembrava il tracollo, nonostante gli interventi coordinati di diverse banche centrali e un altro rialzo del tasso di sconto da parte di Bankitalia.

Barucci e Ciampi rilasciarono un comunicato congiunto: "Il ministro del Tesoro e il governatore della Banca d'Italia ricordano il fermo intendimento, contenuto nel comunicato dei paesi membri della CEE del 28 agosto scorso, di non mutare l'attuale struttura dei tassi centrali nello SME. Ricordano altresì che gli interventi al margine della banda di oscillazione sono effettuati congiuntamente dalle banche centrali delle monete in opposizione. Essi possono essere finanziati non solo attingendo alle riserve valutarie, che per l'Italia sono tuttora rilevanti, ma anche utilizzando il credito illimitato tra banche centrali previsti dagli accordi di cambio" (Polidori, 1992b). Il riferimento alle riserve e al credito illimitato era un chiaro tentativo di parlare ai mercati e soprattutto agli speculatori, ma offrì solo un breve respiro. Soprattutto, era un impegno per cui nessuno avrebbe più messo la mano sul fuoco. La difficoltà del momento fu sottolineata da una dichiarazione del presidente del consiglio, Giuliano Amato, sulle reti Rai.

Eugenio Scalfari, ricordando la metafora di Ciampi sulla lira nella banda stretta dello SME, scrisse che l'Italia, a quella corda, si stava impiccando. In particolare – riprendendo alcune osservazioni che Bankitalia aveva mosso alla timidezza delle misure adottate dal governo nei suoi primi mesi – Scalfari criticò la mancanza di nuove misure da parte del governo: "L'appello di Amato alla nazione, trasmesso ieri sera dalle reti della Rai, dà la misura della gravità della situazione ma in qualche modo la rende ancora peggiore. Un presidente del Consiglio non può lanciare un messaggio così accorato e così giustamente drammatico senza nel contempo annunciare le misure concrete che il governo intende prendere da subito, non può rinviare quelle misure ad una legge finanziaria ancora in faticosissima gestazione, che tra l'altro non è una legge operativa e dovrà poi passare attraverso il lungo ed incerto esame parlamentare. La casa Italia sta bruciando e non è con generici appelli al senso di responsabilità che si può sperare di spegnere il fuoco" (Scalfari, 1992).

Il referendum danese fu, come detto, un grande catalizzatore e punto di svolta della crisi europea. Ma dal punto di vista degli speculatori l'evento davvero cruciale fu la scelta di Mitterrand di indire un referendum in Francia e annunciarne la data al 20 settembre. Va ricordato che il Trattato di Maastricht era stato già ratificato dal parlamento francese e che, in base alla costituzione, la ratifica popolare attraverso un referendum non era necessaria. Sembrava dunque agli occhi di molti osservatori che Mitterrand volesse usare il previsto successo del referendum per risollevare le sorti politiche del partito socialista francese – a rischio, però, che la crescente disaffezione degli elettori francesi per il loro Presidente mettesse a repentaglio il successo della

ratifica referendaria. Bernardo Valli, profondo conoscitore della società e della politica francese, scrisse non a caso che la decisione di Mitterrand era "non [...] discutibile, ma discutibilissima [...]" Non sarebbe la bandiera europea a tenere a galla Mitterrand, ma Mitterrand a trascinare verso il fondo la bandiera europea" (Valli, 1992). Le corde a cui impiccarsi, le zavorre da cui essere trascinati verso il fondo, crescevano di numero, si trasmettevano da un paese all'altro.

Per gli operatori sul mercato, la decisione di Mitterrand rappresentava la certezza che tutto – la morte o la salvezza dello SME – si sarebbe giocato entro il 20 settembre. Ma come ebbe a confidare un operatore, "non c'è niente di peggio in un mercato dove c'è incertezza che fissare l'orizzonte di una data. Senza di essa saremmo rimasti in una situazione 'indefinita', ragionare ad un anno o a sei mesi per prendere un rischio è difficile. Ma con una data fissata speculare diventa un gioco semplice, quasi da calcolatore: il referendum è il 20 settembre, siamo all'inizio di luglio, i tassi in lire sono il 12 per cento, in marchi il 9 e $\frac{3}{4}$. Speculare contro la lira mi costa un mezzo per cento ogni due mesi. I rischi, a quel punto diventano molto modesti" (Carini, 1992). Il referendum francese del 20 settembre era un'incognita per tutti tranne che per gli investitori. Nelle parole di Barucci, "Quella data funzionò come una pistola puntata alla tempia della lira, destinata a sparare a una data fissata [...]. Era un gioco da ragazzi; come sparare su un treno fermo" (Barucci, 1995, pp. 48-49).

Oltre ai flussi che si indirizzavano verso il marco, valuta-àncora del sistema, la speculazione internazionale crebbe nell'aspettativa di modifiche improvvisate nei rapporti di cambio fino alla data cruciale del 20 settembre. L'approssimarsi del referendum francese, dunque, diede il via a una fuga dalla lira che sottopose la Banca d'Italia a una pressione crescente. Questa tesi fu confermata da uno studio di Eichengreen e Wyplosz (1993), basato su una survey condotta nei mesi immediatamente successivi alla crisi valutaria attraverso la distribuzione di 150 questionari strutturati a operatori in cambi presso le principali banche e fondi di investimento internazionali. Lo studio fece emergere che le due principali motivazioni che spinsero gli operatori ad attaccare lo SME riguardavano l'aspettativa che, nell'immediato futuro, ci sarebbero stati cambiamenti rilevanti negli orientamenti di politica economica e monetaria e la buona sicurezza che le aspettative del mercato si sarebbero realizzate. In una parola, "la sensazione era di andare verso cambiamenti futuri nelle scelte di politica economica e attacchi confermati dalle aspettative degli stessi" (Eichengreen e Wyplosz 1993, p. 95). In particolare, gli aumenti dei tassi d'interesse e della disoccupazione e più in generale la strada tracciata dal trattato di Maastricht aumentavano la probabilità di cambiamenti radicali nella politica economica soprattutto da parte dei paesi caratterizzati da più elevati squilibri interni. Il referendum danese, come si è visto, rappresentò un altro elemento che convinse i mercati ad aggredire le valute deboli.

La principale causa scatenante la crisi fu identificata da quasi il 70% delle risposte nella volontà della Bundesbank di mantenere una politica monetaria fortemente restrittiva. Inoltre, l'arrendevolezza delle banche centrali nei confronti della speculazione internazionale fu interpretata non tanto come inevitabile conseguenza dell'esaurimento delle riserve in condizioni di pressoché perfetta mobilità dei capitali, quanto come decisione di non difendere il sistema a tutti i costi in presenza di una deteriorata situazione economica. Circa il 90% delle risposte aveva ritenuto "molto importante" o "importante" il fatto che le banche centrali si fossero arrese nei confronti della speculazione per la loro indisponibilità a cambiare gli orientamenti di politica monetaria. La stessa Bundesbank, secondo la grande maggioranza degli intervistati, aveva individuato nella crisi l'opportunità di disegnare un'unione monetaria molto più ristretta e qualificata, caratterizzata dalla presenza dei paesi più forti e più simili alla Germania sul piano degli squilibri finanziari e dello stato delle loro finanze pubbliche.

Il 50% delle risposte dichiarò di aver pensato che, dopo l'esito del referendum danese, un riallineamento all'interno dello SME era diventato inevitabile. Fu allora che, secondo l'80% dei rispondenti, il mercato avrebbe cominciato a "sentire l'odore del sangue", alimentando ulteriormente l'impressione che si potevano realizzare "facili profitti" nel prendere posizioni a breve contro alcune valute. Al contrario, le recenti tendenze e i cambiamenti nelle grandezze fondamentali e nei livelli di competitività non ebbero particolare importanza nel determinare l'orientamento dei mercati; soprattutto non avrebbero potuto completamente spiegarne la tempistica, né la direzione degli attacchi.

Come ebbe a dire Carlo Azeglio Ciampi in un discorso tenuto a Parigi nell'ottobre, "la crisi si poteva superare solo reinterpretando lo SME quale anticipazione della moneta unica; serviva un impegno collettivo oppure sarebbe stato travolto anche il più modesto meccanismo di cambio" (Peluffo, 2007).

6. Conclusioni

La crisi valutaria del settembre 1992 ebbe caratteristiche diverse dalle precedenti crisi di cambio, per la virulenza, la diffusione, l'impatto mediatico. Le sue cause furono molteplici, di natura politica, economica, sistemica, e non ha molto senso classificarle secondo un ordine di importanza relativa. Fu una tempesta perfetta, la prima vera crisi finanziaria del ventunesimo secolo, indotta da mercati finanziari globali che ebbero gioco facile a debellare apparati di regole e di clausole di salvaguardia, riuscendo agevolmente a cavalcare i numerosi episodi di "*coordination failure*" di cui furono vittime le autorità nazionali e comunitarie. La teoria economica ne fu condizionata. I modelli di prima generazione, fondati sulla sostenibilità delle politiche economiche nel tempo, furono sostituiti da modelli di seconda generazione, fondati sul comportamento degli operatori nei mercati internazionali del credito, dei capitali, e delle valute. La possibilità che le banche centrali agissero con efficacia attraverso interventi di "*leaning against the wind*" fu clamorosamente smentita, modificando in profondità il ruolo del "*central banking*", gli strumenti di intervento, le strategie di comunicazione pubblica. I mercati dei cambi e l'andamento degli scambi in conto corrente erano ormai inevitabilmente "guidati dalla finanza" e cominciarono a farsi sentire le grida di allarme che richiamavano l'opportunità di sforzi congiunti "per portare il settore finanziario di molti paesi su un terreno più solido" (BIS, 1993, p. 216).

Questo saggio non può certamente avere l'ambizione di fornire una ricostruzione ragionevolmente completa – almeno sul piano storiografico – delle vicende che portarono all'uscita di lira e sterlina dallo SME, né tantomeno delle loro conseguenze sugli andamenti macroeconomici e sui successivi processi di integrazione. Occorrerà, a nostro avviso, tornare ad approfondire ed estendere la raccolta di fonti primarie e archivistiche che nel nostro caso si è rivelata di modesta disponibilità. Tuttavia, la rilettura della letteratura scientifica del tempo, di alcuni rapporti prodotti da istituzioni economiche internazionali e dei dibattiti che animarono gli organi di stampa, ci consente di poter tracciare alcuni elementi utili a un'interpretazione complessiva.

In primo luogo, ci sembra di poter dire che – almeno nei primi sei mesi del 1992 – non vi sia stata un'escalation di campanelli d'allarme sull'andamento dell'economia italiana e sulla tenuta della stabilità finanziaria. Certamente, non mancarono osservazioni e richiami provenienti da diversi ambiti internazionali relativi ai nostri principali squilibri e problematiche, prossime o remote. Tuttavia, al tempo stesso, nel corso della prima metà del 1992 non emerse un "caso Italia",

in grado di rappresentare una minaccia o una fonte di instabilità per il futuro dello SME e dell'intero progetto di costruzione dell'unione monetaria.

L'approvazione del trattato di Maastricht e la prima vera occasione di verifica sulla solidità del suo impianto politico-istituzionale – il referendum danese – produssero invece un crescendo di tensioni, conflitti, involuzioni che si succedettero a ritmo crescente da giugno a settembre, alimentando sfiducia, incertezze, fughe dall'Europa. La prima occasione di debolezza del percorso delineato a Maastricht produsse effetti immediati e significativi sui mercati e sui comportamenti degli operatori, agendo da detonatore dei conflitti interni a molti paesi e alimentando le tensioni fra le responsabilità del centro e le difficoltà delle periferie.

La crisi valutaria fu dunque, prima di tutto, una crisi europea, di tutta l'Europa e del suo modello costitutivo. Lo scoppio delle prime avvisaglie fece emergere, nei diversi ambiti istituzionali, diffidenze, tatticismi, inerzie. Fu evidente la mancanza di una ferma volontà di approntare una strategia comune per difendere gli accordi di cambio, mantenere gli impegni assunti nel 1987 e rafforzare i meccanismi di aggiustamento. Emersero in tutta evidenza le profonde divergenze a sostegno degli interessi nazionali dei singoli paesi. In questo scenario, lira e sterlina rappresentarono il bersaglio più comodo da colpire, le leve da utilizzare per far saltare il tavolo, le occasioni da sfruttare per penalizzare l'insipienza altrui. Naturalmente, per gli investitori, rappresentarono una possibile occasione di ingenti e facili guadagni a fronte di rischi, tutto sommato, contenuti.

L'Italia si rivelò l'anello debole per una serie di ragioni: lo stato squilibrato della finanza pubblica, l'elevato livello del debito, la permanenza di un differenziale inflazionistico ancora elevato nei confronti dei principali partner europei, le condizioni relativamente peggiori dei suoi indicatori fondamentali. Tuttavia, dagli ambienti internazionali non provennero segnali, previsioni o ammonimenti che mettessero in guardia contro la deriva di una catastrofica crisi finanziaria e di insolvenza del debito pubblico italiano scatenata da un attacco alla lira. Era questa la maggiore e certamente non infondata preoccupazione della Banca d'Italia, più volte manifestata dal Governatore Ciampi nelle sedi istituzionali più autorevoli. Al contrario, dal canto loro, autorità internazionali, investitori e osservatori specializzati non sembrano aver dato troppo peso a questa eventualità, forse facendo affidamento sulle effettive risorse che l'economia italiana poteva vantare, o forse considerando che la composizione del debito pubblico italiano (in larga parte in mani "amiche" di famiglie e banche pubbliche) avrebbe permesso di scongiurare una crisi del debito sovrano.

Vi è un altro aspetto che emerge dalla nostra ricostruzione. L'Europa del dopo Maastricht non sembrò essere veramente padrona del proprio destino. Il contesto extra-europeo, infatti, incise enormemente sulla crisi del settembre 1992 e sulla sua risoluzione. Il traino americano vide ridimensionarsi la sua capacità di mantenere in Europa un clima sufficientemente stabile e propizio alle politiche di integrazione; un clima, cioè, che consentisse di poter assorbire all'interno dei vari stati membri decisioni che comportavano una significativa erosione della sovranità nazionale. Almeno fino alla caduta del muro, per molti paesi europei il rapporto di cambio con il dollaro era una variabile importante, in grado di rappresentare un'ancora di assorbimento degli shock intra-europei e di stimolo alla crescita. Dopo il 1990, il definitivo venir meno di questo elemento di stabilità, a seguito del pronunciato disallineamento negli orientamenti di politica monetaria rafforzati dal processo di riunificazione tedesca, contribuì a incrinare i fragili rapporti di equilibrio che si erano costituiti intorno allo "SME forte" e ai parametri di Maastricht.

Con il 1992, come ha scritto Pierluigi Ciocca, l'Italia "perse la moneta", vero e proprio simbolo della sovranità nazionale (Ciocca, 2020, p. 314). Questa drammatica cesura produsse cambiamenti importanti negli orientamenti della politica economica che, per una volta, riuscì a fare la sua parte,

indicando e rispettando gli impegni presi per rilanciare il processo di disinflazione e di convergenza stabiliti dal trattato di Maastricht. Soprattutto a partire dal 1995, il sistema Italia seppe riacquisire credibilità, tempestività e coerenza, valori che erano clamorosamente mancati nel 1992, quando tutti gli oneri degli interventi e degli aggiustamenti furono posti a carico della politica monetaria e dell'istituzione che la governava. Quindi, per certi versi, la crisi del 1992 agì come una sorta di *"blessing in disguise"* che consentì all'economia italiana di perseguire con altri esiti le tappe costitutive dell'Unione Monetaria Europea. Al tempo stesso, la crisi del 1992 rappresentò uno spartiacque per un'altra, difficile sfida che avrebbe a lungo dominato gli scenari futuri dell'economia italiana. Essa, infatti, aveva mostrato come la convergenza nominale stabilita dai parametri di Maastricht non fosse sufficiente, da sola, a innescare virtuosi processi di trasformazione e di sviluppo, ma richiedesse un'azione combinata, un nuovo patto sociale che agisse sulla qualità delle istituzioni e degli investimenti. Solo così, la rinnovata conquista della stabilità monetaria e di una sovranità monetaria condivisa avrebbe potuto esercitare effetti benefici sulla dinamica della produttività, sulla crescita, sulla propensione delle imprese a innovare, e sulla ricomposizione dei tanti divari che alimentavano e alimentano la nostra società.

Riferimenti bibliografici

- Amato G. (1988), "Un motore per lo SME", *Il Sole. 24 Ore*, 25 febbraio (ristampa del memorandum scritto per l'Ecofin del 23 febbraio 1988).
- BIS – Bank for International Settlements (1992), *62nd Annual Report*, giugno, Basel: Bank for International Settlements.
- BIS – Bank for International Settlements (1993), *63rd Annual Report*, giugno, Basel: Bank for International Settlements.
- Barbieri F. (1992a), "E la Germania vuole un marco 'Uber Alles'", *La Repubblica*, 11 giugno.
- Barbieri F. (1992b), "Riallineamenti nello SME? E perché no...?", *La Repubblica*, 1 luglio.
- Barucci P. (1995), *L'isola italiana del Tesoro. Ricordi di un naufragio evitato, 1992-1994*, Milano: Rizzoli.
- Bucci A. (1992), "La guerra delle monete", *La Repubblica*, 10 gennaio.
- Carini A. (1992), "Diario di uno speculatore", *La Repubblica*, 11 settembre.
- Ciampi C.A. (1992), "Considerazioni finali", in Banca d'Italia, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti tenuta in Roma il giorno 30 maggio 1992. Anno 1991. Novantottesimo esercizio*, Roma: Banca d'Italia.
- Ciocca P. (2020), *Ricchi per sempre? Una storia economica d'Italia (1796-2020)*, Torino: Bollati Boringhieri.
- Colchester N. e Buchan D. (1990), *Europe Relunched: Truths and Illusions on the Way to 1992*, London: The Economist Books.
- Dahrendorf R. (1992), "Europa, ricomincia da Altiero Spinelli", *La Repubblica*, 20 maggio.
- De Cecco M. (1988), "Il Sistema Monetario Europeo e gli interessi nazionali", in Guerrieri P. e Padoan P.C., *L'economia politica dell'integrazione europea*, Bologna: Il Mulino.
- Eichengreen B. e Wyplosz C. (1993), "The Unstable EMS", *CEPR Discussion Paper Series*, n. DP817, Paris/London: Centre for Economic Policy Research.
- Eichengreen B., Rose A.K. e Wyplosz C. (1994), "Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System", *NBER Working Papers*, n. 4898, ottobre, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research. [Disponibile online](#).
- Folli S. (1992), "Comincia l'era dell'ingovernabilità", *Il Corriere della Sera*, 7 aprile. [Disponibile online](#).
- Giannini M. (1992), "La nostra moneta è salva. Ora tocca ai conti pubblici", *La Repubblica*, 30 agosto.
- Giavazzi F. e Giovannini A. (1989), "Can the EMS Be Exported? Lessons from Ten Years of Monetary Policy Coordination in Europe", *CEPR Discussion Papers*, n. 285, Paris/London: Centre for Economic Policy Research.
- Gros D. e Thygesen N. (1998), *European Monetary Integration. From the European Monetary System to the European Union*, London: Longman.
- IMF – International Monetary Fund (1992a), *World Economic Outlook. May 1992*, Washington (DC): International Monetary Fund.
- IMF – International Monetary Fund (1992b), *World Economic Outlook. October 1992*, Washington (DC): International Monetary Fund.
- Kenen P. (1995), *Economic and Monetary Union in Europe. Moving beyond Maastricht*, Princeton (NJ): Princeton University Press.

- Molho L.E. (1991), "The Italian Lira in the Narrow ERM. Band: The Challenge of Credibility", *IMF Working Paper*, n. 1991/019, febbraio, Washington (DC): International Monetary Fund. [Disponibile online](#).
- Molle W. (2006), *The Economics of European Integration. Theory, practice, policy*. Aldershot: Ashgate.
- Mongiardino A. (1996), "A Model of the Currency Crisis of 1992: The Case of the British Pound and the Italian Lira", *Warwick Economic Research Papers*, n. 463, Coventry (UK): University of Warwick. [Disponibile online](#).
- Nardozi G. (2004), *Miracolo e declino. L'Italia fra concorrenza e protezione*, Roma-Bari: Laterza.
- Papitto F. (1992a), "L'Italia fuori dal mercato unico?", *La Repubblica*, 6 febbraio.
- Papitto F. (1992b), "Sulla lavagna della Cee l'Italia è la più 'cattiva'", *La Repubblica*, 3 aprile.
- Papitto F. (1992c), "Il penultimatum della Cee", *La Repubblica*, 8 maggio.
- Peluffo P. (2007), *Carlo Azeglio Ciampi. L'uomo e il presidente*, Milano: Rizzoli.
- Polidori E. (1992a), "Il giorno più lungo dell'assedio alla lira", *La Repubblica*, 27 agosto.
- Polidori E. (1992b), "Lira in zona rianimazione", *La Repubblica*, 4 settembre.
- Ricci M. (1992a), "Il fascino perduto dell'Europa unita", *La Repubblica*, 27 marzo.
- Ricci M. (1992b), "Copenaghen l'euroscettica", *La Repubblica*, 30 maggio.
- Rossi S. (1998), *La politica economica italiana 1968-2000*, Roma-Bari: Laterza.
- Ruffolo M. (1990), "È una vera isola di stabilità che dura ormai da undici anni", *La Repubblica*, 1 giugno.
- Salvati M. (2000), *Occasioni mancate. Economia e politica in Italia dagli anni '60 a oggi*, Roma-Bari: Laterza.
- Samuelson P. (1992), "E Samuelson esclude pericoli per lo Sme. 'La divisa Usa debole non fa male a nessuno'", *La Repubblica*, 3 settembre.
- Scalfari E. (1990), "Mettete ai ferri il governatore. È lui il colpevole", *La Repubblica*, 6 luglio.
- Scalfari E. (1992), "Il cappio al collo", *La Repubblica*, 5 settembre.
- Schettino G. (1990), "La lira entra tra i grandi d'Europa", *La Repubblica*, 6 gennaio.
- Sevilla C.R. (1995), "Explaining the September 1992 ERM Crisis: The Maastricht Bargain and Domestic Politics in Germany, France, and Britain", paper presentato alla European Community Studies Association, Fourth Biennial International Conference, 11-14 maggio, Charleston (SC, USA).
- Spaventa L. (1992), "La guerra dei Dodici sulla trincea del marco", *La Repubblica*, 1 settembre.
- Triglia C. (1995), "Dinamismo privato e disordine pubblico. Politica, economia e società locali", in *Storia dell'Italia Repubblicana*, Vol. 2 (pp. 711-777), Torino: Einaudi.
- Ungerer H., Hauvonen J.J., Lopez-Claros A. e Mayer T. (1990), "The European Monetary System: Developments and Perspectives", *IMF Occasional Papers*, n. 73, novembre, Washington (DC): International Monetary Fund.
- Valli B. (1992), "S'aggira in Francia lo spettro tedesco...", *La Repubblica*, 1 settembre.
- Whitney C.R. (1992), "Bundesbank Chief Is at Eye of Currency Storm", *The New York Times*, 8 ottobre.